BANK-ARCHIV

Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen

XXV. Jahrgang. Berlin, 15. Dezember 1925. Nummer 6.

Inhalts-Verzeichnis.

„Kapitalmangel."

Von Dr. jur. et phil. **L. Albert Hahn**, Frankfurt a. M.

Wer sich das, was in Deutschland während des letzten Jahrzehnts währungs- und wirtschaftspolitisch geschehen ist, vergegenwärtigt, erkennt, eine wie verhängnisvolle Rolle die Macht des Schlagwortes immer wieder gespielt hat. Kaum machte sich eine währungs- und wirtschaftspolitisch relevante Erscheinung bemerkbar, da wurden die Gründe der Erscheinung alsbald schlagwortartig formuliert, und diese schlagwortartige Formulierung wirkte so suggestiv, daß es geraumer Zeit bedurfte, bis die wahren Gründe der Erscheinung und infolgedessen auch die richtigen Beeinflussungsmittel gefunden wurden. So wurde, um nur einige Beispiele zu nennen, der inflatorische Charakter der deutschen Geldentwertung jahrelang übersehen, weil das Schlagwort von der Passivität der Handelsbilanz als Ursache der Währungsverschlechterung die Auffindung der wahren Zusammenhänge verhinderte. So wurde die Bekämpfung der Inflation ihrerseits jahrelang dadurch unmöglich, daß das Schlagwort von dem legitimen Kreditbedarf der Wirtschaft die zur Bekämpfung der Inflation notwendige Verknappung der Geldmärkte verhinderte.

Es will scheinen, als ob bei den in der deutschen Volkswirtschaft nunmehr bereits viele Monate andauernden krisenhaften Erscheinungen sich wiederum die Macht des Schlagwortes in der angedeuteten Richtung verhängnisvoll bemerkbar macht. Das Schlagwort von dem Kapitalmangel, auf den die bekannten Krisenerscheinungen, wie Absatz- und Zahlungsstockung, Zusammenbrüche der Unternehmungen, Kreditknappheit und Kreditteuerung, zurückgeführt werden, ist es, das diesmal bewirkt, daß nur sehr wenige sich während der letzten Monate bemüßigt gefühlt haben, die Wirtschaftslage genauer zu analysieren und die tiefer liegenden Gründe der Situation zu nennen. Die bei weitem größte Zahl derjenigen, die über die Lage schreiben oder reden, geht den viel bequemeren Weg, mit dem Schlagwort „Kapitalmangel" die Lösung von Fragen vorzutäuschen, die in Wirklichkeit durch dieses Wort nur verdeckt werden. Es mag im folgenden gestattet sein, vom Standpunkt einer von mir seit Jahren vertretenen kredittheoretischen Einstellung[1]) aus die Haltbarkeit der gemeinhin angeführten Gründe für die deutsche Wirtschaftskrise einer Nachprüfung zu unterziehen.

[1]) Vgl. meine „Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits", II. Aufl. 1924. I. C. B. Mohr, Tübingen.

Als Grund für die krisenhaften Erscheinungen in der deutschen Volkswirtschaft wird, wie ausgeführt, der starke Mangel an Kapital bezeichnet. Was hierbei unter „Kapital" verstanden wird, bleibt meist zweifelhaft. Viele, die das Wort benutzen, verbinden damit höchstwahrscheinlich nur eine ganz unklare oder eine vom Standpunkt der Wirtschaftswissenschaft völlig unhaltbare Vorstellung. Da, wo klare, mit den neueren kapitaltheoretischen Anschauungen — wie sie beispielsweise Cassel in seinem „Lehrbuch der allgemeinen Volkswirtschaftslehre" vertritt — in Einklang zu bringende Auffassungen vorliegen, scheint man sich den Mangel an Kapital als den Mangel an Möglichkeit zur Einschlagung „kapitalistischer Produktionsumwege" infolge eines gegenüber dem Bedarf starken Mangels an Ersparnissen vorzustellen. Es müssen beispielsweise Schuhe unmittelbar mit der Hand statt auf dem Umweg über die Herstellung von Schuhfabrikationsmaschinen mit diesen angefertigt werden. Die Lage der deutschen Volkswirtschaft erscheint danach vergleichbar der Lage junger Volkswirtschaften, beispielsweise einer kolonialen oder auch der nordamerikanischen Volkswirtschaft, als diese noch im Anfangsstadium ihrer Entwicklung war. Dementsprechend wird auch auf die Verarmung des Landes als Grund für den Kapitalmangel und, ganz genau wie bei den erwähnten jungen Volkswirtschaften, auf die Hebung der Sparkraft und den Import ausländischen Kapitals als Mittel zu ihrer Beseitigung hingewiesen.

Schon oberflächliche Betrachtung zeigt aber, daß unsere augenblickliche Situation in Wahrheit nichts gemein hat mit jenem mit Recht als Kapitalmangel bezeichneten Zustand, der sich in jungen Volkswirtschaften, die sich in starker, schnell aufsteigender Entwicklung befinden, zeigt. Der Kapitalmangel in diesen Volkswirtschaften geht nämlich grundsätzlich mit ausgesprochenem Hausse-Erscheinungen parallel. Es besteht ein starker Bedarf an Produktionsumweggütern — beispielsweise Bahnmaterial —, die von der eigenen Volkswirtschaft solange nicht geliefert werden können, als der Konsument die Erzeugnisse des Landes für den unmittelbaren Konsum benötigt und er nicht infolge von Ersparnissen, d. h. Verzicht auf unmittelbaren Konsum, Produktivkräfte für die Erzeugung von Dauer-Investitionsgütern freisetzt. Daher mit Recht die Ermahnung zur Sparsamkeit im Inlande und die Heranziehung von Kapital aus dem Auslande, meist in Form der Placierung von Anleihen, beispielsweise von Eisenbahnanleihen, im Auslande. Denn die Ersparnisse im Innern setzen die notwendige Umstellung auf die Umwegsproduktion in Gang, und die Anleihe im

Ausland ermöglicht den vom Standpunkt jener Volkswirtschaften aus notwendigen Ueberschuß an Import, der meist diejenigen Güter betrifft, die auf Grund der Anleihe erstellt werden sollten — also in unserem Falle insbesondere Gleismaterial, Lokomotiven usw. Eine relative Knappheit, zum mindesten aber kein Ueberfluß an Gütern und Arbeitskräften ist das Kriterium dieser Situation.

Im Gegensatz hierzu weist die Lage der deutschen Volkswirtschaft ganz andere Merkmale auf. Nicht um die Unmöglichkeit der Beschaffung der Arbeitskräfte für Umwegsproduktion, nicht um einen relativen Mangel an Produktionsgütern und Produktionskräften handelt es sich, sondern gerade umgekehrt: Mangels Absatzes stauen sich die Güter und die Arbeitskräfte können nicht ausgenutzt werden. Zwar herrscht überall Kreditbedarf. Allein der verlangte Kredit hat nur in verhältnismäßig wenig Fällen den Zweck, neue, bislang noch nicht durchgeführte Produktionsumwege zu ermöglichen. Vielmehr wird er im überwiegenden Teil der Fälle von denjenigen nachgesucht, die ihren fälligen und regelmäßigen Verpflichtungen nicht nachkommen können, weil der Absatz an Konsumenten oder Weiterproduzenten regelwidrig stockt.

Woraus erklärt sich dieser Zustand? Die übliche Erklärung geht dahin, die deutschen Wirtschaften hätten zur Zeit der Inflation zuviel in Anlagewerten, zu wenig in Betriebsmitteln investiert, und daraus ergebe sich jetzt das Fehlen der dem Unternehmer so notwendigen flüssigen Mittel. Dieser Gedankengang ist, so bereitwillig ihn auch der eine vom anderen immer wieder übernimmt, in Wirklichkeit unhaltbar. Was das Zuviel an Daueranlagen anlangt, so kann aus einem Zuviel immer nur die Wertlosigkeit dieses Zuviels, aber nie ein Mangel erklärt werden. Beachtlicher ist schon die Behauptung, daß, mitverursacht durch das Zuviel an Investitionen, eine Knappheit an Betriebsmitteln entstanden sei. Aber welche Gestalt besitzen denn überhaupt die Betriebsmittel einer Volkswirtschaft, sobald man einmal gewissermaßen aus der Vogelperspektive alle Einzelwirtschaften in ihrer Gesamtheit und nicht eben nur die einzelne Privatwirtschaft für sich betrachtet? Offenbar können diese sogenannten „flüssigen Betriebsmittel" nicht in Geld bestehen. Denn das Geld ist ein Zirkulationsmittel, das nur vom Standpunkt des Einzelnen wertvoll und bei volkswirtschaftlicher Betrachtung überhaupt nicht als ein Gut und ein Wert erscheint, dessen Anhäufung möglich und nötig ist. Infolgedessen können die flüssigen Betriebsmittel, die angeblich zu wenig da sind, nur die Form von Roh-, Halb- oder Fertigfabrikaten besitzen. An solchen, und zwar auch an solchen konsumreifer Form, besteht aber in unserer Volkswirtschaft kein Mangel, sondern gerade umgekehrt ein Ueberfluß. Bei angeblich richtiger, nicht durch die Inflation beirrter Investitionsmethode würde also die Krise, soweit sie Absatzkrise ist, eher stärker als schwächer auftreten. Liegt sonach der Grund der Krise keinesfalls in einem Mangel an Sachgütern jeglicher Konsumreife oder an verfügbaren Arbeitskräften, so ergibt sich zunächst negativ die starke Paradoxie, die darin liegt, bei dieser in ihren Sachgütern erstickenden Volkswirtschaft von Verarmung und von Kapitalmangel in dem oben angeführten Sinne zu sprechen. Positiv aber ergibt sich, daß der Grund der Krise nicht in einem Mangel an Gütern irgendwelcher Art, nicht in irgendwelcher Verarmung, überhaupt nicht auf Seiten der Substanz, deren Schmälerung trotz aller Berechnungen nicht nachgewiesen werden kann, liegt, sondern daß er in der Sphäre der Zirkulation, der Austauschmöglichkeit der Güter — also weit ab von allen Verarmungs- und ähnlichen Erwägungen — zu suchen ist. Nur in Zirkulationsstörungen kann auch diesmal die bei allen charakteristischen Krisen der kapitalistischen Wirtschaft zu beobachtende paradoxe Erscheinung begründet sein, daß mit Arbeitswillen und Güterfülle Arbeitslosigkeit und Bedarfseinschränkung parallel gehen.

Dies als richtig vorausgesetzt, kann der von Absatzmangel und einem im wesentlichen hieraus resultierenden Kreditbedarf gekennzeichnete Zustand der deutschen Wirtschaft nur darin seinen Grund haben, daß die deutsche Wirtschaft zur Zeit eine Deflationsperiode durchzumachen hat, wie wir sie in kleinem Maßstab bei beginnendem Konjunkturabstieg in der Vorkriegszeit erlebt haben und wie sie insbesondere auch die amerikanische, die holländische und die schweizerische Volkswirtschaft nach Beendigung des Krieges in sehr starkem, wenn auch nicht in dem bei uns vorhandenen, grotesk übersteigerten Maße kennengelernt haben.

I. Deflationsperioden, wie auch Konjunkturabstiegsperioden, die in der neueren Theorie vielfach als nichts anderes denn als Deflationsperioden aufgefaßt werden, verlaufen — ganz roh und schematisch dargestellt — typisch so:

1. Gewisse Käuferschichten, die bisher mittels Kredits kaufend zu Markte zu kommen pflegten — so insbesondere diejenigen, die ihre Läger zu ergänzen hatten — (wir wollen sie Kreditnehmergruppe K [Käufer] nennen), verzichten jetzt auf die Kredite, beispielsweise in der Hoffnung auf Preisfall oder wegen der Höhe der Zinssätze. Die entsprechende Menge an Kaufkraft fällt also aus. So entsteht infolge des Ausfalls an, wie wir sie nennen wollen, „echten" Krediten das charakteristische Krisenmerkmal der Absatzstockung.

2. Hierdurch wird der regelmäßige Zahlungsrhythmus der Wirtschaft gestört. Diejenigen, welche bisher mittels Kredits produzierten und ihre Ware an die oben sog. Kreditnehmergruppe K zu verkaufen pflegten (und die wir Kreditnehmergruppe V [Verkäufer] nennen wollen) können ihre Ware nicht mehr in den bisherigen Zeitintervallen absetzen und sind daher nicht imstande, ihren für die Produktion dieser Ware in Anspruch genommenen Kredit zurückzuzahlen. Es ist die charakteristische Situation des Einfrierens der Kredite, die sich zeigt. Durch dieses Einfrieren der Kredite erhöht sich der Kreditbedarf der Kreditnehmergruppe V. Denn sie benötigt ja auch weiterhin den bereits früher regelmäßig in Anspruch genommenen Kredit, weil ihre sonstigen Zahlungsverpflichtungen, z. B. für Rohstoffeinkäufe, weitergehen. Im Gegensatz zu dem von der Kreditnehmergruppe K in Anspruch genommenen oben sog. echten Kredit wird man den Kredit, dessen Bedarf infolge des Einfrierens der Kredite neu entsteht, als „Zwangskredit" bezeichnen können, weil er nicht freiwillig, sondern gezwungenermaßen in Anspruch genommen wird.

3. Für die Gewährung des Bedarfs an Zwangskredit, der, je nachdem wie man es betrachtet, dem Durchhalten der Ergebnisse der alten Produktion oder der Einleitung einer neuen Produktion dient, sind nun an sich die Mittel vorhanden. Denn die regelmäßigen Abnehmer der Produkte haben diesmal auf die „echten Kredite" verzichtet, so daß also kein Mehr, sondern nur eine andere Verteilung der Kredite in Frage kommt. Allein hier macht sich nun eine besondere Erscheinung des Konjunkturumschwungs geltend. Infolge der Aussicht auf Preisfall auf der ganzen Linie äußert sich die allgemeine Kaufzurückhaltung unter anderem auch darin, daß die realen Zahlungsmittel von den Gütermärkten zurückgehalten werden, ohne daß sie, wie dies sonst, wenn „gespart" wird, der Fall ist, den Banken zwecks Krediteinräumung zur Verfügung gestellt werden. Die Konsumeinschränkung vollzieht sich also nicht in der Form der eigentlichen Ersparnis, sondern in der Form des Thesaurierens. Dies aber hat eine Verringerung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes zur Folge, welche für unsere Kreditmarktlage von grundlegendem Einfluß ist. Da die Banken einen ratierlichen Teil ihrer Kredite in bar auszahlen müssen, bewirkt diese Verringerung der Umlaufsgeschwindigkeit, daß für die Zwangskredite tatsächlich nicht die erforderlichen Mittel zur Verfügung stehen. Die Nachfrage nach den Zwangskrediten kann infolgedessen nur ungenügend und unter Ausnutzung der Kreditschöpfungsmacht des Zentralnoteninstitutes befriedigt werden. So entsteht das charakteristische Krisenmerkmal der Krediteinschränkung, der Zins-

hausse und vor allen Dingen auch der meist am Anfang der Baisse zu beobachtenden starken Steigerung des Notenumlaufs trotz gleichbleibender Preise.

4. Die Lösung der Deflationskrise geschieht so: Die Kreditnehmergruppe V, die die Zwangskredite zwecks Durchhaltung ihrer Lagerbestände aufgenommen hat, sieht ein, daß diesen Beständen eine entsprechende Kaufkraft nicht mehr gegenübertritt und daß das Durchhalten deshalb unnötigen Zinsverlust bedeutet. Sie beginnt deshalb, die Ware mehr oder weniger à tout prix zu realisieren. Sie stellt sie neben den Produkten der neuen Produktionsperiode der Kaufkraft entgegen. Die Folge ist starker Preisfall der Waren und starker Verlust bei allen Warenbesitzern, die an ihren Warenbeständen grundsätzlich einen Betrag verlieren, der so groß ist, als würden die überschüssigen Teile der Waren umsonst dem direkten oder reproduktiven Konsum überliefert. Daher die Tatsache, daß diese Zwangskredite sehr häufig nicht effektiv zur Rückzahlung kommen, sondern durch Uebereignung der Immoblien und der Betriebsanlagen an den Gläubiger ihre Erledigung finden, weil der frühere Gegenwert der Kredite, die Ware, zu den zur Zeit der Kreditaufnahme vorhandenen Preisen nicht mehr in den Konsum eingeht. Die weitere Folge ist der Fall der Zinssätze. Nicht als ob die Liquidierung der Zwangskredite den Banken ein Mehr an Kaufkraft, das später wieder auszuleihen wäre, zuführte. Denn dies ist bei der Verknappung des Geldmarktes nicht möglich. Wohl aber bewirkt der infolge der Liquidierung der Zwangskredite einsetzende allgemeine Preisfall, daß bei der neuen Produktionsperiode die volkswirtschaftlichen Preisgrößen, die im Wege der Zahlung umgesetzt werden müssen, viel geringer geworden sind. Der Zahlungsmittelbedarf geht zurück, der Geldmarkt verflüssigt sich, die Banken können den an sie gelangenden Kreditgesuchen leicht nachkommen, der Status der Zentralbank unterliegt keiner weiteren Anspannung, sondern entlastet sich im Gegenteil zusehends. Die Folge hiervon wiederum ist, daß die Volkswirtschaft mit geringerer Länge der Produktionsumwege und mit geringerer Höhe der Preisdaten einem normalen Verlauf und schließlich zur gegebenen Zeit einem neuen Aufschwung entgegengeht.

II. Was die deutsche Volkswirtschaft heute durchmacht, ist nichts anderes als eine Deflationskrise. Denn die Deflation, die Verminderung der zum Markte kommenden Kaufkraft, ist und bleibt die einzige Erklärung für die Stockung des Absatzes, wie wir sie jetzt auf der ganzen Linie erleben. Es sollte auch nicht gegenüber der These, daß die derzeitige Krise als Deflationskrise anzusprechen ist, der Einwand erhoben werden, unser Notenumlauf sei immer noch im Steigen begriffen. Denn erstens ist die Steigerung des Notenumlaufs ja auch ein Charakteristikum des normalen Konjunkturumschwungs — der normalen Deflationskrise. Zweitens besteht kein Grund, anzunehmen, daß das Moment der Umlaufsgeschwindigkeitsverringerung die Steigerung des Notenumlaufs nicht auch überkompensieren kann, wenn die Kompensationsmöglichkeit zweifellos so stark gewesen ist, daß beispielsweise eine Vergrößerung des Notenumlaufs von drei auf fünf, also um zwei Milliarden, innerhalb des letzten Jahres so verhältnismäßig eindruckslos verlaufen konnte. Aus der absoluten Steigerung und Nichtsteigerung des Notenumlaufs läßt sich überhaupt nichts über die Tatsache von Inflation und Deflation sagen. Es gibt nur ein Indiz für die Inflation — das ist dasjenige der Preissteigerung. Und es gibt nur ein Indiz für die Deflation — das ist entweder der Preisfall oder das Vorstadium des Preisfalls: die Absatz- und Zahlungsstockung.

III. Würde nun die deutsche Deflation genau nach dem vorher gekennzeichneten Schema verlaufen, so lägen die Dinge ziemlich einfach und die Erkenntnis von dem Charakter der deutschen Krise als einer Deflationskrise hätte sich schon viel stärker verbreitet. Tatsächlich zeigen sich aber nun so viele schwerwiegende Abweichungen gegenüber dem normalen Verlauf der Deflation, daß man von der nun schon monatelang dauernden Periode in Wirklichkeit eher von einer Periode des erfolglosen Deflationsdrucks als der sich vollziehenden Deflation reden kann.

1. Zunächst ist die Abstoßung der Läger und überhaupt aller Güter, deren Absatz stockt, nicht mit der Stärke erfolgt, wie dies in sonstigen Krisen geschah. Der Grund liegt, wie wiederholt konstatiert, zum Teil in gewissen, die Preise kontrollierenden Maßnahmen der Kartelle. Zum überwiegenden Teil dürfte jedoch der Grund der Erscheinung in letzter Linie in einer gewissen Scheu vor der Wahrheit liegen. Tatsächlich sind die Gegenwerte sehr vieler Kredite, soweit sie durch die Güter, deren Absatz stockt, repräsentiert werden, bereits als verloren zu betrachten. Die Kredite können deshalb ihre Erledigung nur dadurch finden, daß die Banken und in allerletzter Linie dann wieder deren Gläubiger sonstige Aktiven der Unternehmungen, etwa die Immobilien, übernehmen. Diese wohl im Falle Stinnes am folgerichtigsten beabsichtigte Art der Erledigung der Kreditrückzahlung scheut man sich aber naturgemäß durchzuführen, solange es, insbesondere auch unter dem Schutze der Geschäftsaufsichtsgesetzgebung, zu vermeiden ist. Man schreckt davor zurück, einen Tatbestand zu konstatieren, der in Wirklichkeit schon lange eingetreten ist. Konstatiert man aber den Tatbestand nicht, so kommen die betreffenden Güter nicht an den Markt und lösen nicht den notwendigen Preissturz aus.

2. Hat die Verschleuderung der Produkte der vorhergehenden Produktionsperiode nicht den erforderlichen Preisabbau in Angriff genommen, so verläuft die neue Produktionsperiode wiederum unter Zugrundelegung des hohen Preisniveaus und vor allem auch des hohen Lohnniveaus. Denn insbesondere die Löhne regeln sich heute nicht mehr, wie früher, nach Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt, sondern werden auf Grund von Tarifverträgen festgesetzt. Diese haben ihrerseits wieder den Lebenshaltungskostenindex zur Grundlage, und da der Lebenshaltungskostenindex bekanntlich infolge des Beharrungsvermögens der Kleinhandelspreisbewegung auch heute noch steigende Tendenz aufweist, obwohl der Großhandelsindex bereits etwas zurückgegangen ist, so müssen notwendigerweise die Löhne weiter steigende Tendenz zeigen. Wegen dieser heute gegenüber früher viel engeren Verbindung der Löhne mit den Preisen können die Löhne und damit wiederum alle Daten der Volkswirtschaft in der neuen Produktionsperiode nicht fallen, wie auch umgekehrt die Höhe der Produktionskosten der neuen Periode psychologisch das Verschleudern der Erzeugnisse der früheren Periode hemmt. Denn niemand verschleudert gern Ware, wenn er weiß, daß er sie nur wieder teurer, nie billiger herstellen kann.

3. Des weiteren haben wir heute keinen Zinsfall zu verzeichnen und es bestehen nicht einmal Anhaltspunkte dafür, daß in nächster Zeit ein Zinsfall eintreten wird. Der Grund liegt in zweierlei Ursachen:

a) In der normalen Deflation geht der Anstoß zur Deflation aus von einem freiwilligen Verzicht der Kreditnehmergruppe K auf Auffüllung ihrer Läger, Weiterverbesserung ihrer Betriebe usw., kurzum von einem gewissen Bedürfnis auf Verkürzung der Produktionsumwege. In unserem Falle ist dieser Verzicht nicht freiwillig, sondern erzwungen. Die von der Kreditnehmergruppe K verlangten, oben sogenannten echten Kredite werden infolge der Umlaufsmittelverknappung gegen den Willen der Kreditnehmer verkürzt. Hieraus ergibt sich das Paradoxon, daß bei der Kreditnehmergruppe K ein starker Bedarf nach neuen Maschinen besteht, die Kreditnehmergruppe V dagegen ein großes Lager an neuen Maschinen besitzt, daß aber beide „nicht zueinander kommen" können, weil die Kreditrestriktion den Ausgleich hindert. Nicht die Nachfrage, sondern das Angebot an echten Krediten hat abgenommen. Infolgedessen bleibt hier neben den

Zwangskrediten ein latente Nachfrage auch nach echten Krediten, welche die Zinssätze hochzuhalten die Tendenz hat. Noch ist es nicht jedem klar, daß andere Betriebsformen, die weniger Kapital erfordern, heute im Gegensatz zu früher die rentableren sind. Wird erst beispielsweise einmal klar erkannt, was eine Verkleinerung der Läger infolge Zusammenlegung der Betriebe für die Rentabilität bedeutet, dann wird diese Kreditnachfrage zweifellos sehr stark zurückgehen.

b) Da die neue Produktionsperiode wieder, ohne daß vorher ein Abbau der volkswirtschaftlichen Daten stattgefunden hat, eingeleitet wird, so bleibt die Anspannung am Geldmarkt infolge des effektiven Zahlungsmittelbedarfs auch insoweit bestehen. Es bildet sich ein besonderer Zahlungsmittelkreditbedarf. Dieser tritt neben den zuvor erwähnten echten Kreditbedarf, der das Ziel der Einleitung neuer Produktionsumwege, der Durchführung von Verbesserungen usw. hat. Er bewirkt, daß — auch ohne daß sich das Ziel der Einleitung neuer oder der Aufrechterhaltung verlängerter Produktionsumwege im Sinne einer Vergrößerung oder auch nur Aufrechterhaltung der Länge der Produktionsumwege verändert — der Zirkulationsprozeß sich nur unter stärkster Anspannung an den Geldmärkten vollziehen kann.

IV. Was ist nun die Folge der Tatsache, daß die deutsche Volkswirtschaft zwar unter ausgesprochenem Deflationsdruck steht, die Deflation, insbesondere der Preisabbau, aber nicht zustande kommt? Vom Standpunkt der reinen Quantitätstheorie aus ist ein solcher Zustand überhaupt auf irgend eine Dauer hin nicht möglich. Denn die Quantitätstheorie sagt bekanntlich, daß jede Geldmenge erforderlich, aber vor allen Dingen auch genügend ist, den Zahlungsmitteldienst des Landes zu versehen, weil in dem Augenblick, in dem ein Zahlungsmittelmangel einsetzt, infolge Preisfalls das Gleichgewicht zwischen Preisgröße und Zahlungsmittelmenge wiederhergestellt wird. Wenn also heute der Preisabbau tatsächlich nicht erfolgt, so zeigt dies, daß eben bei Verringerung der zum Markte kommenden Kaufkraft außer dem Preisabbau noch etwas anderes möglich ist. Und dieses andere ist eingetreten: Der volkswirtschaftliche Mechanismus sucht, eingeklemmt zwischen den hohen Preisen einerseits, der zu geringen Geldmenge andererseits, nach einem Ausweg. Und dieser besteht erstens darin, daß sich der Verkehr Ersatzzahlungsmittel schafft, zweitens darin, daß die Zahlungen einfach zurückgestellt und verschleppt werden.

1. Das Ersatzzahlungsmittel, das sich die Volkswirtschaft aus sich heraus schafft, besteht in dem Warenwechsel, der im Gegensatz zu früher regelmäßig nicht eingelöst, sondern prolongiert und, was noch wichtiger ist, nicht im Portefeuille behalten oder diskontiert wird, sondern selbst als Zahlungsmittel in die Zirkulation übergeht. Diese ganze heutige Wechselwirtschaft in Deutschland ist nicht nur volkswirtschaftlich äußerst bedenklich, weil infolge des Zirkulierens der Wechsel die mit Zahlungsmitteleinschränkung arbeitende Deflationspolitik der Reichsbank durchkreuzt wird. Sie ist auch privatwirtschaftlich ungeheuer gefährlich, insofern, als schließlich der Wechsel an eine Stelle gelangt, wo bares Geld, beispielsweise für Löhne, unbedingt nötig ist. Dann fehlt entweder dem Inhaber des Wechsels das bare Geld, oder, wenn der Wechsel gerade fällig ist, dem Zahlungsverpflichteten, der, in der Klemme zwischen wechselmäßiger Verpflichtung und buchmäßigen Ausständen, regelmäßig zur Einstellung seiner Zahlungen gezwungen wird.

2. Neben dieser Wechselwirtschaft besteht aber ein allseitiges Hinausschieben der fälligen Zahlungen. Solange dieses Hinausschieben der Zahlungen weiter und wegen der anwachsenden Verpflichtungen in sich verstärkendem Maße stattfinden kann, funktioniert natürlich der Güterumschlag zunächst weiter. Darin liegt der Grund, weshalb die heutige Krise im Gegensatz zu früheren Krisen noch viel mehr durch eine Stockung der Zahlungen als durch eine Stockung des Absatzes charakterisiert wird. Darin liegt der Grund, weshalb man aus der Praxis häufig die Aeußerung hört, man könne zwar verkaufen soviel man wolle, aber man erhalte keine Zahlungen für die verkaufte Ware. Gerade dieser Ausspruch zeigt, daß die populäre Beurteilung der Sachlage, wonach einfach zu wenig Geld vorhanden ist, die Dinge viel richtiger sieht, als die scheinbar wissenschaftlichen Ausführungen über angeblichen Kapitalmangel usw. Die Hinausschiebung der Zahlungen ist im übrigen natürlich nur solange möglich, als nicht ein Gläubiger in Betracht kommt, der schlechthin nicht borgt, solange also insbesondere nicht Arbeitslöhne gezahlt werden müssen. In diesem Augenblick bricht das System rettungslos zusammen und die Zahlungsverzögerung verwandelt sich in die Zahlungseinstellung.

V. Um sich klarzumachen, was zu geschehen hat, um den augenblicklichen Zustand zu beenden, tut man gut daran, wenn man sich einmal die Frage vorlegt, was eigentlich eintritt, wenn die augenblickliche Situation noch erhebliche Zeit anhält.

Auf diese Frage ist zu antworten, daß, wenn die augenblickliche Situation anhält, nicht nur fünfzig Prozent der Wirtschaften, wie der Reichsbankpräsident einmal gelegentlich gesagt hat, sondern hundert Prozent der Wirtschaften ihre Zahlungen einstellen werden. Denn es ist schlechterdings nicht möglich, einen Zirkulationsprozeß aufrechtzuerhalten, wenn die Zirkulationsmittel dauernd zu knapp sind. Auf die Spitze getrieben, muß der heutige Zustand dazu führen, daß schließlich bei jedem Unternehmer nur noch ein Teil der Geldmittel da ist, die zur Begleichung der bar zu zahlenden Verpflichtungen notwendig sind, und daß jeweils am gleichen Tage, an welchem diese Verpflichtungen erfüllt werden müssen, der Betrieb geschlossen werden muß. Dieser Fall wird bei jedem Unternehmen eintreten müssen, ganz einerlei, wie es finanziell fundiert ist. Denn auch das kapitalkräftigste Unternehmen kann nicht weiter bar zahlen, wenn seine Eingänge nicht oder jedenfalls nicht bar erfolgen und die Verwandlung der Außenstände in Barguthaben im Wege der Krediterhöhung an dem Widerstande des Zentralnoteninstitutes scheitert.

VI. Was hat nun zu geschehen, um den Zustand zu beenden?

Es besteht kein Zweifel, daß alle Schwierigkeiten in dem Augenblick behoben sein würden, in dem die Zentralbank neue Zahlungsmittel im Wege des Wechselkredits in den Verkehr bringen würde. Die Reichsbank hat diese Milderung des Deflationsdrucks bis vor kurzem völlig abgelehnt. Nunmehr scheint sie jedoch zu gewissen Lockerungen in ihrer Kreditpolitik hinzuneigen. Die Frage, ob die frühere oder die jetzt angebahnte Politik die richtigere ist, ist keineswegs einfach zu beantworten. Sicher scheint nur das Eine, daß die bisherige und die jetzt scheinbar angebahnte Politik logisch nicht ganz miteinander vereinbar sind. Denn jeder Deflationsdruck hat zwar auch den Sinn, unrentable Betriebe auszuschalten, aber diese Ausschaltung würde sich auch ohnehin, wenn auch etwas langsamer, vollziehen. Der Hauptzweck jeder Deflationspolitik ist immer der, das innere Preisniveau aus Gründen des Valutaschutzes zu ermäßigen. Da aber ganz sicher das innere Preisniveau sich in den letzten Monaten nicht oder jedenfalls nicht wesentlich gesenkt hat, so ist eine Fortsetzung der Deflationspolitik nötig, für den Fall man die Ermäßigung des Preisniveaus für nötig hält. Für den Fall man diese Ermäßigung aber nicht für nötig hält, war der bisherige Deflationsdruck überflüssig.

Ist nun die Ermäßigung des deutschen Preisniveaus aus valutarischen Gründen nötig?

Bekanntlich ist, und zwar unzweifelhaft als Folge der Relation zwischen inländischem und ausländischem Preisniveau, die deutsche Handelsbilanz, wenn auch in abnehmendem Maße, stark passiv. Die Zahlungsbilanz ist jedoch infolge der per Saldo immer

weiter einströmenden Auslandskredite eine sogenannte „*geborgt aktive*" (mit Persaldo-Zunahme der Devisen in der Reichsbank). Solange wir mit einem dauernden Persaldo-Einfließen der Devisen zu rechnen haben, ist die Erhöhung des inländischen Preisniveaus nicht als schädlich, sondern im Gegenteil als notwendig anzusprechen. Denn nur bei einer gewissen Höhe des inländischen Preisniveaus kann derjenige Importüberschuß einsetzen, der nun einmal das notwendige Korrelat des Kapitalimports darstellt und ohne den jeder ausländische Kredit nur die für die Volkswirtschaft als solche zunächst völlig unnütze Erhöhung der Devisendeckung der Reichsbank herbeiführt. Gleichwohl kann einer Sanktionierung des augenblicklichen Preisniveaus das Wort nicht geredet werden. Wenn nämlich im nächsten Jahr die Zahlungen aus den Dawes-Verpflichtungen und das Transfer beginnen, wird die Devisenzufuhr aus ausländischen Krediten kompensiert werden durch die Devisennachfrage, die das Transfer erfordert. Für diesen Moment heißt es gerüstet zu sein. Denn alsdann muß das inländische Preisniveau dergestalt erniedrigt sein, daß die Devisenbilanz der Wirtschaft sich trotz Transfer ausgleicht. Wenngleich also für den Augenblick eine inflationistische Geldpolitik nicht so abwegig wäre, wie dies vielfach angenommen wird, kann mit Rücksicht auf die weitere Entwicklung der auswärtigen Verpflichtungsbilanz ein Aufhören der auf Deflationsdruck hinarbeitenden Politik nur insoweit gutgeheißen werden, als der Preisabbau eingesetzt hat. Auch eine Milderung kann nur insoweit eintreten, als man glaubt, daß sie die preisdrückende Wirkung der Deflation nicht aufhebt.

VII. Dies als richtig vorausgesetzt, gilt es, auf Mittel zu sinnen, die derzeitige Krise möglichst zu mildern und zu verkürzen.

Einen breiten Raum innerhalb der diesbezüglichen Erörterung, insbesondere auch, soweit sie von offiziellen und offiziösen Stellen ausgeht, nimmt die Propoganda zur Stärkung der sogenannten *inneren Sparkraft* einerseits und zur Stärkung des Vertrauens des Auslandes zur deutschen Wirtschaft zwecks weiterer *Krediteinfuhr* andererseits ein. Wer frühere Deflationskrisen in ihrem Verlaufe verfolgt hat, dem fällt auf, daß in jenen Krisen Kapitaleinfuhr und Stärkung der inneren Sparkraft unter den Mitteln, die zur Milderung der Krise empfohlen wurden, keine wesentliche Rolle spielen. Und so wird man auch diesmal den Verdacht hegen dürfen, daß Stärkung der inneren Sparkraft, sowie Auslandskredite zur Vermeidung der Krise nicht das leisten können, was man von ihnen gemeinhin erwartet. Die deutsche Krise ist, wie gerade mit Rücksicht auf die eminent praktische Bedeutung dieser Erörterungen immer wieder zu betonen ist, in erster Linie eine Krise, die in Störungen des Zirkulationsprozesses ihre Ursache hat, und in Störungen des Güterabsatzes und hierdurch in Entwertungsprozessen ihren Ausdruck findet.

So paradox dies nun zunächst klingt, von so außerordentlicher Bedeutung ist es doch, sich klarzumachen, daß die so charakterisierte Krise durch Stärkung der inneren Sparkraft nicht beendet, durch Zunahme der ausländischen Kredite höchstens verschleppt wird.

Um dies zu beweisen, muß man sich nochmals vor Augen halten, daß die Kreditgesuche, die heute an in- oder ausländische Geldgeber gelangen, im Grunde dreierlei Wurzeln haben.

1. Der bei weitem überwiegende Teil der Kreditgesuche, insbesondere der Krediterhöhungsgesuche, betrifft die oben sogenannten *Zwangs- oder Durchhaltkredite*.

2. Ein weiterer Teil der Kreditgesuche rührt daher, daß da, wo die Läger bereits abgestoßen und die Produktionsumwege verkürzt sind, auch die Durchführung der verkürzten Produktionsumwege wegen der Höhe der Preisdaten erhöhte oder zum mindesten unvermindert hohe Geldmittel in Anspruch nimmt. Hier wird Kapital in irgendwelchem gebräuchlichen Sinne überhaupt nicht verlangt, sondern tatsächlich nur Geldmittel. Es sind die oben sogenannten *Zahlungsmittelkredite* im engsten Sinne.

3. Daneben gibt es die oben sogenannten *echten Kredite* im landläufigen Sinne, die bezwecken, die Produktionsstätten zu erweitern oder zu verbessern oder zum mindesten in dem vor Einsetzen der sogenannten Kapitalknappheit üblichen Umfang wieder herzustellen. Zu diesen echten Krediten zählen beispielsweise die in letzter Zeit vielfach getätigten, sogenannten „*produktiven*" *Anleihen der Städte*.

a) Nur bezüglich *dieser letzten Kredite* besitzen Zunahme der Sparkraft und Auslandskredite Bedeutung. Doch muß man sich bezüglich der Auslandskredite folgendes vor Augen halten:

1. Man sollte gegen die Auslandskredite nicht einwenden, daß sie eine hohe Zinsverschuldung an das Ausland zurücklassen. Denn dies ist im Gegensatz zu der Ansicht, die gelegentlich geäußert wurde, im Grunde ebensowenig bedenklich, wie wenn im Inland gegen hohe Zinsen Kredite aufgenommen werden. Denn der Schuldner macht in beiden Fällen ja immer noch ein Geschäft, sofern das Plus, das er durch den Erhalt der Kredite erzielt, größer ist als die Zinsenlast, mit anderen Worten: wenn die *Produktivität* der Kredite *in mindestens der Höhe der Zinsenlast* gewährleistet ist. Hier liegt nun aber der wunde Punkt bezüglich der meisten Auslandskredite, und zwar sowohl der von privaten wie von öffentlichen Stellen aufgenommenen. Es ist sicher, daß zum mindesten von einem Teil der privaten Geldnehmer langfristiger Auslandskredite die *volle Last der Zinsverpflichtung nicht immer gewürdigt wird*. In vielen Fällen würde sonst vielleicht versucht werden, durch Umstellung auf Betriebsformen, die weniger Kapital erfordern, durch Zurückstellung von Neuanlagen und Verbesserungen die Ansprüche an den Kapitalmarkt zum mindesten zu reduzieren. Was aber die Kreditaufnahme öffentlicher Stellen anlangt, so scheinen hier vielfach falsche Einstellungen vorzuliegen, die hauptsächlich in einer völligen Verkennung der Bedeutung des hohen Zinssatzes ihren Grund haben. Wir sind aus der Vorkriegszeit gewohnt, daß bei hohem Zinssatz insbesondere langfristige Investitionen vermieden, daß alle Erweiterungsbauten, alle sogenannten „großzügigen Pläne" zurückgestellt werden. Wie aber stellen sich die Dinge dar, die wir täglich zu beobachten Gelegenheit haben? Ueberall werden seitens der Kommunen neue großzügige Pläne in Angriff genommen, immer handelt es sich um Dauerinvestitionen. Alle handeln so, als hätten wir keine Zinshausse, sondern als sei im Gegenteil unser Landeszinsfuß auf 1 pCt. gefallen.

2. Des weiteren ist zu berücksichtigen, daß es eine völlig irrige Auffassung ist, zu meinen, der ausländische Kredit fließe als Geld ins Inland ein und verbleibe dort. Es ist, wie immer wieder betont werden muß, eine schwere Täuschung, anzunehmen, daß Kapitaleinfuhr ohne Gütereinfuhr möglich sei. Jede Kapitaleinfuhr erzwingt Gütereinfuhr, so daß man entsprechend dem „Valuta-Dumping" in diesem Zusammenhang von einem „*Einfuhr-Dumping*" sprechen könnte. Auch ist es sehr unwahrscheinlich, daß nur Rohstoffe eingeführt werden. Soweit es sich um dauernde Investitionen handelt, werden gerade im Gegenteil Fertigfabrikate zur Einführung gelangen, welche trotz der Zölle relativ billig sind. Man erzielt also durch Einführung ausländischer Kredite den paradoxen Zustand, daß das sachliche Substrat des neuen Kapitals in Form von Gütern aus dem Auslande in dem Augenblick eingeführt wird, in dem die inländischen Güter unabsetzbar sind. Wenn also seitens der Stellen, die für die Genehmigung von Kommunalanleihen usw. zuständig sind, die Genehmigung gelegentlich deshalb erschwert wurde, weil eine entsprechende Auftragserteilung an das Ausland in den Anleihebedingungen stipuliert war, so zeigt diese Stellungnahme eine Verkennung der Sachlage. Aus-

ländische Kredite werden immer einen entsprechenden Import aus dem Auslande hervorrufen, ganz einerlei, ob dies besonders stipuliert ist oder nicht.

b) Was die beiden anderen Arten des Kreditbedarfs, den Zwangskreditbedarf oder den Zahlungsmittelkreditbedarf, anlangt, so muß man sich zunächst darüber klar sein, daß eine Zunahme der Sparkraft nur bedeutet, daß ein Konsument weniger kauft, dagegen ein Produzent mehr zu kaufen in der Lage ist. Es handelt sich also lediglich um eine Verschiebung der Kaufkraft. Die Gesamtmenge der Kaufkraft wird nicht berührt. Infolgedessen werden weder die Absatzstockung, noch die daraus folgenden Entwertungs- und Krisenerscheinungen, noch auch die Zirkulationsstörungen durch Zunahme der Sparkraft behoben werden.

Was die ausländischen Kredite anlangt, so muß man sich auch hier wieder klarmachen, daß die ausländischen Kredite nicht oder nur ganz vorübergehend „neues Geld", sondern, auf die Dauer gesehen, immer nur neue Güter ins Land bringen. Auch durch ausländische Kredite werden deshalb nie Absatzstockungen und Zirkulationsstörungen aufgehoben werden. Diese Tatsache bleibt volkswirtschaftlich richtig, mag sie auch vom Standpunkt der einzelnen privaten Wirtschaft aus unzutreffend erscheinen. Richtig ist allerdings, daß der Einzelne mittels eines Devisenkredites, den er durch Verkauf der Devisen bei der Reichsbank gleichsam in einen Markkredit umwandelt, seinen eingefrorenen Bankkredit zurückzahlen kann und dadurch der Verschleuderung seines Lagers und gegebenenfalls der Einstellung seiner Zahlungen enthoben wird. Allein wegen der Tendenz zur Preiserhöhung, die jedesmal entsteht, wenn — sei es auch gegen Einlieferung von Devisen — neue Markkredite gegeben werden, wird alsbald ein anderer Kreditnehmer, der bisher seine Kredite zum Ankauf im Inland verwandt hat, nunmehr seine Käufe im Ausland tätigen. Hierzu muß er seinen empfangenen Markkredit durch Ankauf von Devisen bei der Reichsbank wieder in einen Devisenkredit verwandeln. Das Resultat ist jedenfalls, daß nunmehr bei demjenigen, der früher an diesen Kreditnehmer geliefert hat, eine entsprechende Absatzstockung eintritt, woraus sich ergibt, daß, im ganzen der Volkswirtschaft gesehen, mit ausländischen Krediten inländische Warenläger nicht durchgehalten werden können.

Was aber die Befriedigung des eigentlichen Zahlungsmittelkreditbedarfes anlangt, so ergibt sich, daß dieser durch ausländisches Geld, das im Inland nicht zirkuliert, nie befriedigt werden kann. Allerdings kann das ausländische Geld bei der Reichsbank in inländisches Geld umgewandelt werden. Aber entweder ist die neue Emission des Reichsbankgeldes in anbetracht der ganzen Lage zulässig, dann benötigt man, soweit nicht die gesetzliche Deckung in Frage kommt, die fremden Valuten nicht. Oder aber die Emission ist nicht zulässig, dann darf sie auch gegen Hinterlegung von ausländischen Zahlungsmitteln nicht stattfinden.

Alles in allem kann man sagen, daß die Auslandskredite, genau wie die Zunahme der inneren Sparkraft, das Mittel par excellence sind, den echten Kreditbedarf der Volkswirtschaft zu befriedigen. Die Durchführung neuer kapitalistischer Produktionsumwege, wie beispielsweise die Einstellung neuer Maschinen, wird durch sie ermöglicht bzw. die durch die Deflation unterbrochene Durchführung bisher beschrittener Produktionsumwege wird wieder aufgenommen. Jedoch besteht die Gefahr, daß hierfür unnötig hohe Zinssätze bewilligt werden. Denn einerseits ist sich ein Teil der Unternehmer über die Höhe der Zinsbelastung noch immer nicht ganz klar. Andererseits verteuert der gleichzeitig heute noch vorhandene, aber seiner Natur nach nur vorübergehende Bedarf an Zwangs- und Zahlungsmittelkrediten auch die Nachfrage nach den echten Krediten. Allerdings wirken Auslandskredite zweifellos senkend auf den Zinsfuß. Allein in einer Zeit, in der selbst bei erheblich niedrigeren Zinssätzen die Reichsbankkreditkontingente voll in Anspruch genommen sein würden, kann dies zu einer effektiven Erleichterung der inneren Kreditlage nicht führen. Würde aber selbst unter dem Einfluß der Auslandskredite ein derartiger Rückgang der Nachfrage nach Reichsbankkrediten eintreten, daß eine tatsächliche Entlastung der Reichsbank stattfände, so wäre das erst recht kein Vorteil in der Richtung der Milderung der Absatzkrise, denn unter dem Einfluß des alsdann einsetzenden Rückgangs des Notenumlaufs würde der inländische Absatz auf Kosten des infolge der ausländischen Kredite einfließenden Güterangebots weiter ins Stocken geraten.

VIII. Der einzige, auf die Dauer mögliche Weg, die gegenwärtige Absatz- und Zirkulationskrise der deutschen Volkswirtschaft zu überwinden, ist der, die Preisvolumina der Volkswirtschaft so zu verkleinern, daß ihr Umsatz mittels der in ihrer Zahl oder Umlaufsgeschwindigkeit verringerten Zahlungsmittelmenge bewerkstelligt werden kann. Ohne weitschweifende theoretische Erörterungen kann man sich die Richtigkeit dieses Satzes auf Grund einen kleinen Gedankenexperimentes klarmachen:

Nimmt man an, daß durch irgend ein Wunder die gesamten Preise, Löhne, überhaupt alle Preisgrößen der Volkswirtschaft, eine Verringerung, sagen wir, um 25 pCt. erfahren würden, so daß zu Lohnzahlungen, Rohstoffeinkäufen, überhaupt zu allen Umsätzen nur noch 75 pCt. des ursprünglichen Betrages notwendig wären, so würde offenbar der ganze Zirkulationsprozeß wieder in Gang kommen und plötzlich von Kapitalnot, Notwendigkeit von Auslandskrediten, Zahlungsstockungen usw. höchstwahrscheinlich gar nichts mehr zu fühlen sein. Vielmehr würde sich auf Grund der sich bald einstellenden Geldflüssigkeit ein neuer Aufschwung vorbereiten. Fraglich bleibt nur, wie dieser Zustand, der nun einmal nicht über Nacht infolge eines Wunders eintritt, herbeizuzwingen ist.

Aus dem Charakter der Krise als Deflationskrise ergibt sich, daß folgendes zu geschehen hat:

1. Die oben als Zwangskredite bezeichneten Kredite müssen zum Abbau gelangen, d. h. es müssen die Vorräte, die gegen die Kredite gehalten werden, nunmehr à tout prix verschleudert werden. Mag sich dann auch der in Wirklichkeit längst latent gewordene Zustand offenbaren, daß der Gegenwert der Kredite verloren ist und die Gläubiger mit der Substanz des Unternehmens abgefunden werden müssen: Energisch durchgeführt, muß und wird diese Maßregel endlich den Preisabbau bringen.

2. Auf Grund des Preisabbaus und gleichzeitig mit dem Preisabbau muß und kann alsdann eine Herabsetzung der Preisgrößen der laufenden Produktion erfolgen, wodurch der Zirkulationsprozeß in der laufenden Produktionsperiode wieder in Gang kommt. Werden so die typischen Ersuchen um Zahlungsmittelkredite überflüssig, dann wird alsbald ein starker Abbau auch der Zinssätze eintreten. Dieser Zinsabbau würde aber bedeuten, daß auch für die echten Kredite nur noch Zinssätze bewilligt zu werden brauchten, die weit unterhalb derjenigen liegen, die heute zugestanden werden müssen. Doch würde höchstwahrscheinlich inzwischen die Reinigungskrise auch auf dem Gebiete der wirtschaftlichen Einstellung der Unternehmer wie der Kommunen gewirkt haben und ein guter Teil dieser Kredite, die heute noch als „dringlich" bezeichnet werden, würde alsdann infolge der Zurückstellung der betreffenden Neuanlagen und Verbesserungen gar nicht in Anspruch genommen werden.

Tritt der Preisabbau ein und kommt die heute immer noch zurückgehaltene Deflationskrise zur vollen Entfaltung, dann wird dies naturgemäß den Untergang vieler, heute noch scheinbar intakter wirtschaftlicher Unternehmungen bedeuten. Ist aber einmal die Situation durch den schließlich eintretenden Preisabbau entgiftet, dann wird man erstaunt sein, wie reibungslos der volkswirtschaftliche Mechanismus alsdann funktionieren und wie der angebliche Kapitalmangel mit einem Schlage verschwunden sein wird.

Der amerikanische Geldmarkt.

Von Dr. **Kurt A. Herrmann**, Berlin.

I.

Die Entwicklung der amerikanischen Geldmarktverhältnisse zeigt im Verlauf der letzten Monate, bzw. seit Anfang des Jahres 1925, drei markante Erscheinungen:

Anziehen der Geldsätze in New York,

starke Beanspruchung der Bundes-Reserve-Banken (B.-R.-B.) durch die Mitgliedsbanken (M.-B.) mit der Wirkung einer Diskonterhöhung in Boston, Philadelphia, Cleveland einerseits, San Franzisko andererseits,

Effektenhausse in New York.

Diese Entwickelung, in der die beiden Erscheinungsformen der Geldmarktversteifung mit der Börsenbewegung kontrastieren, wirft für den europäischen Beschauer drei Probleme auf.

1. Seit der Wiederherstellung der Goldwährung einerseits, der Gewöhnung Europas an den Kreditzufluß aus Amerika andererseits ist die Solidarität der Geldmärkte in der Weltwirtschaft zu einem großen Teile wiederhergestellt. Die Entwicklung der New Yorker Geldsätze ist somit heute keine isoliert amerikanische Erscheinung, sondern hat durch die Wiedereinführung des Zinsspannenproblems weltwirtschaftliche Bedeutung erlangt. Eine Schwankung der New Yorker Geldsätze muß heute eine gleichgerichtete Bewegung in Europa nach sich ziehen. Die Erhöhung, die jetzt die New Yorker Geldsätze zeigen, muß also schließlich ihre Rückwirkung in einer Geldverteuerung in Europa finden.

Nun ist allerdings für die Gegenwart die Gefahr, daß aus der Versteifung des New Yorker Geldmarktes unbedingt eine Geldverteuerung in Europa folgen muß, noch nicht akut. Denn die Zinsspanne Amerika-Europa ist heute noch durch psychologische Momente übermäßig aufgebläht. Eine Verengung dieser Zinsspanne, wie sie von der Geldmarktentwicklung in Amerika ausgeht, kann also durch einen Abbau der psychologischen Momente der Zinsspannenaufblähung kompensiert werden.

Dazu kommt weiterhin, daß New York und Amerika nicht identisch sind, eine Tatsache, die im weiteren Verlauf dieser Darstellung deutlich unterstrichen werden wird. Nur für Europa war diese Identität der Geldverhältnisse in New York mit denen in Gesamtamerika bisher gegeben, solange New York der Exponent der Kapitalexportpolitik Amerikas war. In letzter Zeit aber hat sich eine Entwickelung dahin angebahnt, daß der Aufnahmeraum für die europäischen Anleihetitres, der bislang hauptsächlich an der Ostküste lag, sich nach dem Innern des Landes ausgeweitet hat. Damit sind heute nicht mehr die Geldmarktverhältnisse in New York allein, sondern in großem Umfange auch die Geldlage im Innern des Landes, im industriellen Osten und im landwirtschaftlichen Westen, für den Kapitalexport nach Europa und damit für die Entwicklung der europäischen Geldverhältnisse entscheidend.

Für die kurzfristigen Geldmarkttransaktionen nach Europa wird auch in Zukunft die Zinsspanne New York-Amerika und damit die Geldmarktlage in New York maßgebend sein. Die Kapitaltransaktionen dagegen, die Unterbringung europäischer Anleihen, wird viel stärker von der Entwickelung der Geldverhältnisse im Innern abhängig sein. Die weitere Untersuchung wird zeigen, daß häufig genug zwischen dem Spannungsverhältnis am New Yorker Geldmarkt einerseits, der Geldlage im Innern des Landes andererseits ein erheblicher Kontrast besteht, daß vor allem eine Erhöhung der New Yorker Geldsätze zeitlich und ursächlich mit einer Geldflüssigkeit in den westlichen Gebieten der Union parallel geht. Bei dieser Konstellation im amerikanischen Geldwesen wird Europas Entwickelung von dem Spannungsverhältnis am New Yorker Platze unabhängig. Für eine Erkenntnis der Beziehungen zwischen Amerika und Europa genügt es also nicht, die New Yorker Geldsätze im Auge zu behalten; es ist vielmehr erforderlich, die Entwickelung im Innern des Landes zu berücksichtigen.

2. Der Boom an der Effektenbörse hat erneut die Frage angeschnitten, ob und wieweit die Machtstellung der Bundes-Reserve-Banken ausreicht, eine spekulative Ausweitung des Wirtschaftstempos und eine daraus folgende Preissteigerung und Geldentwertung zu verhindern. Es ist damit erneut das Problem der Goldwertstabilisierung einerseits, der manipulierten Währung andererseits aufgerollt. Bisher hat die Geldwertstabilisierung[1]) des B.-R.-Amts funktioniert, sie hat im letzten Frühjahr sogar den besonderen Erfolg gehabt, den Boom an der Chikagoer Getreidebörse und damit die allgemeine Preissteigerung abzukämpfen. Die wichtige Voraussetzung, auch für die Zukunft und den nächsten Kampf um die Preisstabilität die Machtstellung des B.-R.-Amts zu garantieren, hat Amerika durch den überstürzten Kapitalexport der letzten Monate und die dadurch erzielte Goldabdrängung geschaffen. Somit könnten die Aussichten für eine erfolgreiche Weiterführung der Stabilisierungspolitik günstig erscheinen. Es darf aber nicht übersehen werden, daß die Stellung des B.-R.-Amts sich seit der erfolgreichen Bekämpfung des Booms von Chikago verschlechtert hat. Die Preissteigerung für Getreide im vorigen Winter war ja nur ein partieller Preisauftrieb, entstanden aus dem Sonderfall der europäischen Mißernte von 1924, die überstürzte Getreidekäufe Europas nach sich zog. Damit trug dieser Boom von vornherein den Charakter einer Episode und mußte von selbst verschwinden, sobald Europas Getreidebedarf gedeckt war. Er war also gar nicht das Ergebnis einer inneramerikanischen Entwickelung. Heute dagegen sind Möglichkeiten vorhanden, daß aus dem Gang der amerikanischen Wirtschaft selbst — gleichsam durch Selbstentzündung — ein solcher Boom aufspringt, getragen einmal von der industriellen Hochkonjunktur, die sich seit Frühjahr 1925 eingespielt hat, getragen weiterhin und hauptsächlich von den spekulativen Sentiments und den materiellen Verdiensten, die die augenblickliche Effektenhausse schafft. Die Stabilisierungspolitik des B.-R.-Amts steht heute also einer weit schärferen Feuerprobe gegenüber als im letzten Winter. Dazu kommt vor allem, daß die wichtigste Voraussetzung für die Machtstellung des B.-R.-Amts, die Goldabdrängung, bereits wieder geschwächt, bzw. aufgehoben ist. Der neue Goldeinfuhrüberschuß im Oktober hat demgemäß in der amerikanischen Finanzpresse unerwünschtes Aufsehen erregt. Das Versagen der Goldabdrängung kontrastiert mit dem Fortgehen und der neuen Belebung des Kapitalexports, auf dessen erste Welle im vorigen Winter der Goldexport der letzten Monate zurückgeführt wurde. Der neue Goldeinfuhrüberschuß bestätigt, daß die von Amerika gewünschte Umkehrung der Goldbilanz nicht so sehr allein von dem Kapitalexport herbeigeführt war. Der große Goldexport der Wintermonate war ein Zufallsprodukt, entstanden aus dem rein zufälligen Zusammenwirken der Goldumstellung Deutschlands, der Umwandlung mitteleuropäischer Devisen- und Notenbestände und des besonderen Goldbedarfs Indiens. Mit dem Erlöschen dieser drei besonderen Goldbedarfsfälle ist die Goldbilanz nunmehr wieder in einen Goldeinfuhrüberschuß, also neuen Goldzufluß, zurückgefallen.

3. Die Geldmarktversteifung der letzten Monate fällt zeitlich mit einer stärkeren Belebung der industriellen Konjunktur zusammen. Das zeitliche Zusammenfallen ist an sich kein Zufall, weil jede Konjunkturbelebung mit der damit verknüpften Steigerung des Lohnniveaus und des Bedarfs an Barzahlungsmitteln die Wirtschaft in die Notenbank (market in the bank) zwingt und dadurch die Erhöhung des Zinsniveaus auslöst. Unter-

[1]) Die Politik des B.-R.-Amts und die Voraussetzungen und Beschränkungen ihrer ökonomischen Machtstellung habe ich eingehend in meinem „Zukunft des Goldes" (Berlin 1925) dargelegt.

strichen werden diese Zusammenhänge zwischen Konjunktur und Geldmarkttendenz durch die Aehnlichkeit der heutigen Geldmarktlage mit der des Hochkonjunkturjahres 1923 (s. Schaubild)[2]).

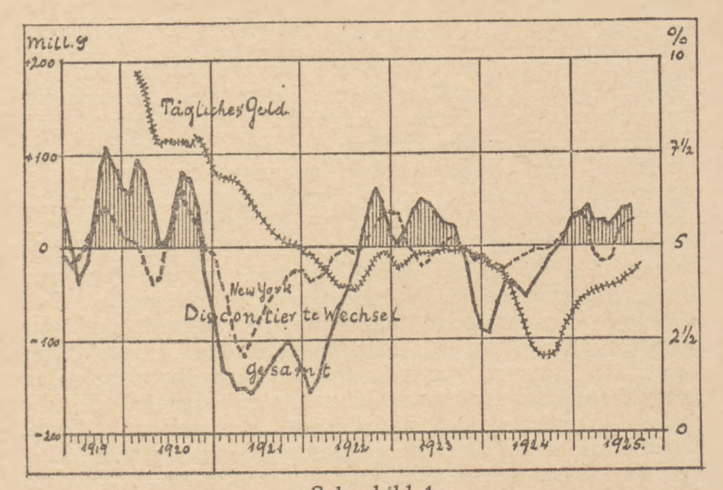


Schaubild 1.
Geldmarkt und Veränderung des Wechselbestandes der B.-R.-B.

Mit dem erhöhten Geldbedarf allein sind aber die Zusammenhänge zwischen Geldmarkttendenz und Konjunktur nicht erschöpft. Die weitere Darstellung wird zeigen, daß die Kausalzusammenhänge zwischen den beiden Erscheinungsformen der Wirtschaftsgestaltung auch umgekehrt vorhanden sind, daß von der Entwickelung der Geldmarktverhältnisse selbst, namentlich von der Verschiebung der Geldsättigung zwischen Geldmarkt, Industrie und Landwirtschaft, bedeutsame Einflüsse auf den Konjunkturverlauf ausstrahlen. Das ist das Wichtige an einer tiefschürfenden Betrachtung der amerikanischen Geldmarktgestaltung, daß sie Rückschlüsse auf die zukünftige Konjunkturgestaltung zuläßt.

Das ist um so bedeutsamer, als die Konjunkturentwickelung in Amerika ein durchaus weltwirtschaftliches Gesicht hat und namentlich Europas Wirtschaftslage stark berührt. Die Not der Weltwirtschaft und namentlich Europas beruht darauf, daß Amerika aus seiner überragenden Gläubigerstellung nicht die Konsequenz einer passiven Warenhandelsbilanz gezogen hat, vielleicht diese Konsequenz infolge der gleichartig industriellen Wirtschaftsstruktur von Schuldner und Gläubiger nicht restlos ziehen kann. Industrielle Hochkonjunktur bedeutet nun aber für Amerika erhöhten Bedarf an Rohstoffen, und zwar auch an ausländischen Rohstoffen (Ostasien, Aegypten, Australien, Südamerika), Hochkonjunktur also wirkt in Richtung jener Einfuhrsteigerung, von der die Genesung der Welt und Europas abhängt. Der Nachteil, den eine Hochkonjunktur in Amerika durch die Geldverteuerung für die Kreditversorgung Europas bedeuten kann, wird also durch die erhöhte Absatzfähigkeit Europas, und sei es auch nur nach den überseeischen Ländern, in denen Amerika seinen erhöhten Rohstoffbedarf deckt, weitaus wettgemacht.

Erhöhte Rohstoffeinfuhr bedeutet gleichzeitig verringerte Goldeinfuhr und damit geringere Untergrabung der Machtstellung des B.-R.-Amts. Dies ist ein weiterer bedeutsamer Zusammenhang zwischen Konjunktur und Geldsystem in der Union. Die Hochkonjunktur bildet zwar den geeigneten Nährboden für die spekulativen Sentiments, aus denen der Boom und die Gefährdung der Geldwertstabilität entspringen kann. Gleichzeitig aber stärkt sie die Machtstellung des B.-R.-Amts, weil sie nicht nur durch den Zahlungsmittelbedarf, sondern vor allem durch die Tatsache, daß zur Deckung dieses Zahlungsmittelbedarfs kein oder geringer Goldzufluß zur Verfügung steht, die Wirtschaft in die B.-R.-Banken hineintreibt und sie deren Stabilisierungswillen unterwirft. Der Einfluß, den die innere Konjunktur auf die Goldbilanz ausübt, ist um so stärker, als deren Schwankungen im stärksten Umfang von der Entwickelung der Handelsbilanz bestimmt werden.

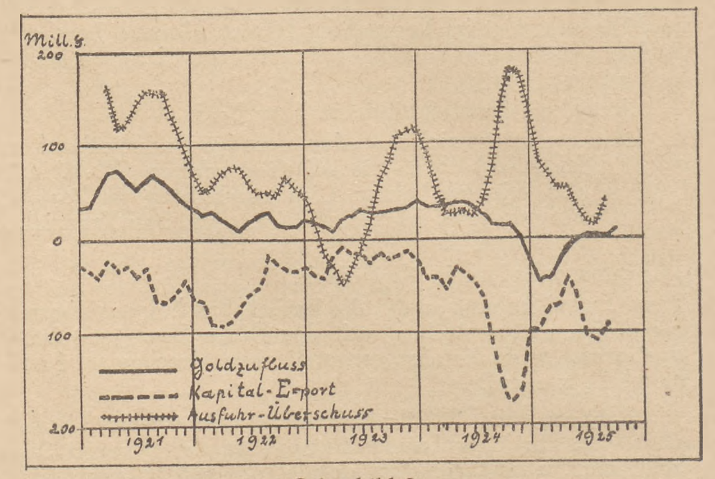


Schaubild 2.
Zahlungsbilanz Amerikas.

II.

Die Versteifung, die der New Yorker Geldmarkt seit Ende vorigen Jahres zeigt, geht mit einer stärkeren Beanspruchung der B.-R.-Banken wiederum vollkommen parallel. (Als Beanspruchung sind die Bestände der B.-R.-Banken an diskontierten Wechseln, die seitens der M.-Banken eingereicht sind, anzusehen.)

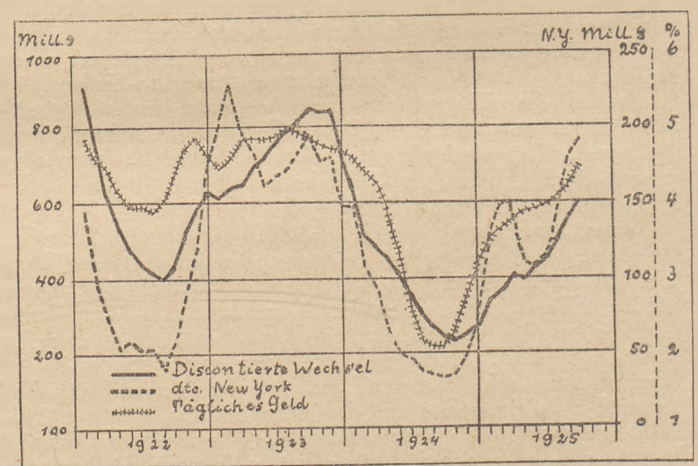


Schaubild 3.
Geldmarkt und Beanspruchung der B.-R.-B.

Auch die Entwickelung der letzten Jahre in Amerika unterstreicht, daß die Parallelität zwischen Geldmarkttendenz (ausgedrückt durch die Geldsätze) und Notenbankbeanspruchung durchaus gesetzmäßig ist. Geldmarkttechnisch beruht diese gesetzmäßige Parallelität darauf, daß, je mehr die Wirtschaft in die Bank gedrängt (market in the bank) wird, die Geldsätze des freien Markts an den über ihnen liegenden Banksatz herangehen müssen. Für die Erkenntnis der Geldmarkttendenz hat diese Gesetzmäßigkeit den bedeutsamen Vorteil, daß ihre Ursachen sich aus den treibenden Kräften ableiten lassen, die für die Beanspruchung der Notenbank maßgebend sind. Die Notenbank aber ist ihrem Wesen nach weniger letzte Kreditreserve, als Zahlungsmittelreserve der Wirtschaft, ihre Beanspruchung entspringt also dem Zahlungsmittelbedarf[3]) der Wirtschaft,

[2]) In diesen und den folgenden Schaubildern sind die Monatszahlen durchweg in beweglichen Vierteljahrsdurchschnitten dargestellt.

[3]) Hier immer im Sinne von Barzahlungsmitteln, also Stückgeld verstanden.

bzw. demjenigen Teil des Zahlungsmittelbedarfs, der nicht aus anderen Quellen, also (neben der direkten oder indirekten staatlichen Geldausgabe) nicht aus Devisen- oder Goldzufluß gedeckt werden kann. Demgemäß sind Zahlungsmittelbedarf und Zahlungsbilanz die beiden Kräfte, die für die Beanspruchung der Notenbanken und damit für die Geldmarkttendenz entscheidend sind. Zahlungsmittelbedarf und passive Zahlungsbilanz (Devisenabfluß und Goldausfuhr) sind die beiden Kräfte, die den „Markt in die Bank" drängen und damit die Voraussetzung für die Machtstellung der Notenbank schaffen.

In diesen gesetzmäßigen Zusammenhängen zwischen Zahlungsmittelbedarf, Zahlungsbilanz, Notenbankbeanspruchung und Geldmarkttendenz liegt ein tiefer volkswirtschaftlicher Sinn. Der Preisstand ist eine Funktion der inneren Wirtschaftsbilanz, d. h. des Ausgleichs von Erzeugung und Verbrauch. Die Ausgeglichenheit dieser inneren Wirtschaftsbilanz hängt aber nicht allein, wie die Bilanztheorie der Preise an und für sich richtig sagt, von der Einkommensgestaltung[4]) ab. Die amerikanische Konjunktur- und Preisentwickelung zeigt vielmehr deutlich, daß die Einkommensverwendung als Geldwertbestimmungsgrund einen überragenden Einfluß ausübt[5]).

Im Zahlungsmittelbedarf kommt jede Verschiebung der volkswirtschaftlichen Bilanz zum Ausdruck, weil er abhängig ist von der Einkommensgestaltung der großen Massen einerseits, von der Einkommensverwendung in allen Schichten der Bevölkerung andererseits. Aber auch der Goldbedarf ist abhängig von der Gestaltung der inneren Wirtschaftsbilanz, da die Zahlungsbilanz nur das außenwirtschaftliche Gesicht des inneren Verhältnisses von Erzeugung und Verbrauch ist.

Die Tatsache also, daß Gold- und Zahlungsmittelbedarf die Wirtschaft in die Notenbank drängt und dadurch zur Geldmarktversteifung führt, die Politik der Notenbanken weiterhin, die ein Anwachsen des Gold- und Zahlungsmittelbedarfs durch Diskontpolitik abwehren und dadurch die Geldmarktversteifung fördern, stempeln die Notenbank zu dem wichtigsten Faktor, der die Stabilität in der Ausgeglichenheit der volkswirtschaftlichen Bilanz garantiert. Notenbank-Politik ist letzten Endes Bilanz-Politik.

Es ergibt sich gleichzeitig aus dieser Ueberlegung, daß unter dem heutigen System der Notenbanken die innere Wirtschaftsbilanz in sich selbst die Tendenz zum Ausgleich trägt. Denn eine Verschiebung in dieser Bilanz in der Richtung einer Uebersteigerung des Verbrauchs schafft aus sich selbst durch den Gold- und Zahlungsmittelbedarf, den die Verbrauchssteigerung auslöst, die Machtmittel, mit denen die Notenbank die Verbrauchsaufblähung bekämpfen kann. (Die Diskontschraube wirkt nur dann, wenn die Wirtschaft zur Inanspruchnahme der Notenbank gezwungen ist.)

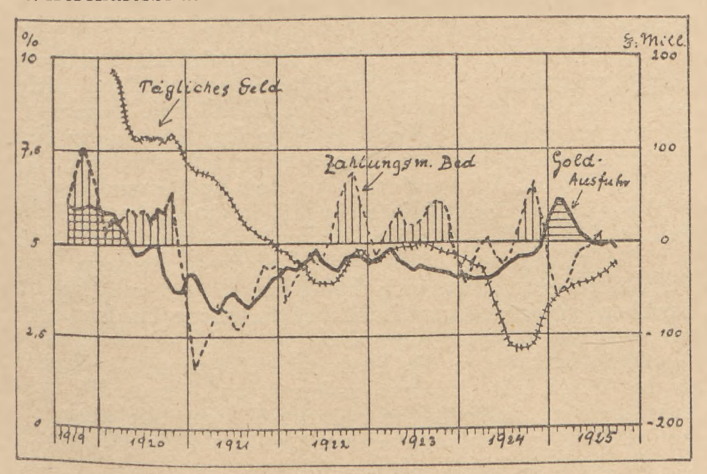


Schaubild 4.
Goldausfuhr, Zahlungsmittelbedarf und Geldmarkt.

Die bisherige Entwickelung des Geldwesens in den Vereinigten Staaten zeigt deutlich die engen Zusammenhänge zwischen Geldmarkttendenz einerseits, Gold- und Zahlungsmittelbedarf andererseits.

Die starke Entspannung des Jahres 1921 fällt mit dem großen Goldeinfuhrüberschuß und der beträchtlichen Verringerung des Zahlungsmittelbedarfs zusammen. Bei der Anspannung im Jahre 1923 haben wiederum zunehmender Zahlungsmittelbedarf und abnehmende Goldeinfuhr zusammengewirkt. Die Versteifung, die seit Anfang 1925 den New Yorker Geldmarkt beherrscht, steht mit der entscheidenden Umkehrung der amerikanischen Goldbilanz zu einem Goldausfuhrüberschuß in Zusammenhang. Das B.-R.-Amt hat also durchaus Recht, wenn es in seinen monatlichen Berichten (im Federal-Reserve-Bulletin) die stärkere Inanspruchnahme seitens der M.-Banken auf die Goldausfuhr zurückführt.

Die besondere Konstruktion des B.-R.-Systems führt aber dazu, daß der Grad der Inanspruchnahme der B.-R.-Banken und damit die Geldmarkttendenz nicht allein von dem Gold- und Zahlungsmittelbedarf abhängt. Zu den beiden Kräften, die die Wirtschaft in die Notenbank treibt, kommt im B.-R.-System die Required Reserve[6]) als dritte Kraft hinzu. Damit ist die Beanspruchung der B.-R.-Banken und die Geldmarkttendenz gleichzeitig eine Funktion der Depositenentwickelung bei den Mitgliedsbanken.

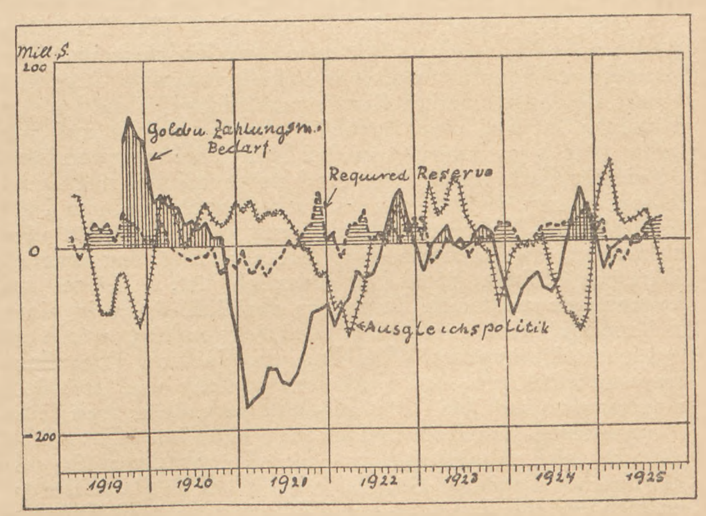


Schaubild 5.
Geldbedarf und Ausgleichspolitik.

Die Tatsache, daß eine Steigerung der Bankdepositen einen höheren Bedarf an Bankgeld (Bargeld und Guthaben bei Noten- und Abrechnungsbanken) auslöst, ist allerdings keine besondere Eigentümlichkeit des amerikanischen Banksystems. Auch in Europa bestehen diese Zusammenhänge, hier aber nur auf Grund einer gefühlsmäßigen oder gewohnheitsmäßigen Liquidititätspolitik, die auf ein bestimmtes Verhältnis von Depositen und „Kasse" bedacht ist. Während aber in Europa diese Liquiditätsquote jederzeit verändert, vor allem herabgesetzt werden kann, ist sie in Amerika starr festgelegt[7]).

---

[4]) Zwiedineck, „Die Einkommensgestaltung als Geldwertbestimmungsgrund", J. f. G. V. 33 H. 1 S. 131.

[5]) Zwiedineck weist der Einkommensverwendung geringere Bedeutung zu (a. a. O. S. 167 f.). Wagemann, Allgemeine Geldlehre Bd. 1 S. 158, legt wesentlich stärkeren Nachdruck auf den Unterschied von Eink.-Gestaltung und Eink.-Verwendung.

[6]) Die Mitgliedsbanken sind verpflichtet, einen bestimmten Prozentsatz ihrer Depositen bei den B.-R.-Banken als Reserve auf Member-Reserve-Account einzuzahlen.

[7]) Ueber die große volkswirtschaftliche Bedeutung dieses Unterschieds vgl. „Zukunft des Goldes" S. 91 ff., S. 174 ff.

Gemäß dem Doppelcharakter[8]), den die Bankdepositen einmal als Giralgeld (d. h. als Möglichkeit bargeldloser Zahlungen), andererseits als Kaufkraftreserve für die Wirtschaft haben, ergeben sich durch die Required Reserve doppelte Beziehungen zwischen Wirtschaft, Notenbank und Geldmarkt.

Zu einem Teil ist die Depositensteigerung Schaffung bargeldloser Zahlungsmittel, fällt also auch mit einer Erhöhung der bargeldlosen Umsätze, d. h. mit einer Belebung in jener Wirtschaftsschicht zusammen, in die hauptsächlich der bargeldlose Verkehr eingedrungen ist: in der Erwerbswirtschaft. Während also im europäischen Notenbanksystem erst der Bargeldbedarf, d. h. die Belebung der Verbrauchswirtschaft, den Markt in die Bank drängt, geht unter der Institution der Required Reserve die gleichartige Wirkung bereits von einer Belebung in der Erwerbswirtschaft aus. Das ist einerseits eine Inkonsequenz gegenüber dem Grundgedanken des Notenbanksystems, daß die Geldmarktversteifung und die Notenbankpolitik nur gegen eine von der Verbrauchsseite kommende Verschiebung der volkswirtschaftlichen Bilanz wirksam werden soll. Andererseits aber stimmen Erwerbswirtschaft und Erzeugungswirtschaft durchaus nicht immer überein; Steigerung der bargeldlosen Umsätze ergibt sich nicht immer aus einer Erhöhung des Erzeugungstempos; eine Belebung der Erwerbswirtschaft, wie sie sich in der Depositenschaffung bei den Banken ausdrückt, ist häufig genug nur ein Vorläufer oder gar Stimulus für nachfolgende Verbrauchsübersteigerung.

Weiterhin ergibt die Institution der Required Reserve den bedeutsamen wirtschaftspolitischen Vorteil, daß auch die Belebung in jenem Teil der Erwerbswirtschaft, in der hauptsächlich die Preissteigerung gemacht wird, im Handel der volkswirtschaftlichen Grundstoffe, die Wirtschaft in die Notenbank drängt und damit die Operationsfähigkeit der Preisstabilisierungspolitik stärkt.

Auf der anderen Seite aber sind die Depositen ruhende Kaufkraft, also Kaufkraftreserve, ihre Steigerung bedeutet in diesem Falle gerade das Gegenteil einer Belebung der volkswirtschaftlichen Umsätze, ist vielmehr Ausfluß einer geschäftlichen Lethargie und vor allem eine Verminderung in der Einkommensverwendung. In diesem Falle ist die Required Reserve im Grunde eine Inkonsequenz, weil sie die Wirtschaft auch in einem Zeitpunkt in die Notenbank drängt und den Geldmarkt versteift, wo eine zinspolitische Beeinflussung der inneren Wirtschaftsbilanz nicht erforderlich ist. Diese Inkonsequenz zeigt sich besonders deutlich, wenn in einer Zeitspanne stärkerer Einkommensverwendung und Verbrauchssteigerung die Wirtschaft zur Deckung ihres Zahlungsmittelbedarfs ihre Depositen abhebt und mit dem Devisenschwund bei den M.-Banken automatisch eine Verringerung der Required Reserve auslöst. Dann tritt die für das Funktionieren der Notenbankpolitik unerwünschte Tatsache ein, daß der Bedarf an Barzahlungsmitteln und der Druck, der von diesen auf die Notenbankbeanspruchung ausgeübt wird, durch den Minderbedarf an Required Reserve kompensiert wird, ein Fall, der sowohl 1919—1920 wie 1923 praktisch geworden ist. Verstärkt wird diese Inkonsequenz und der Nachteil, der daraus für die Geldwertpolitik des B.-R.-Amts erwächst, dadurch, daß Abnahme der Depositenhöhe durchaus mit einer Zunahme in der giralen Verwendung der verbliebenen Depositen parallel gehen kann.

Dieser letzte Gesichtspunkt ist für die Richtlinien, denen die Notenbankpolitik zu folgen hat, von großer Bedeutung. Die Parallelität zwischen Notenbankbeanspruchung und volkswirtschaftlicher Bilanz, die der Zahlungsmittelbedarf herstellt, wird durch die Required Reserve verwischt[9]). Höhere Beanspruchung der Notenbanken braucht nicht immer ein Zeichen anschwellender Verbrauchstendenzen der Wirtschaft zu sein, nämlich dann, wenn sie aus dem Depositendeckungsbedarf der Depositenbanken und damit aus einer Verstärkung des Spar- und Kapitalbildungsprozesses entspringt. Verbrauchssteigerung andererseits braucht keine Rückwirkung auf die Notenbankbeanspruchung und damit den Geldmarkt auszuüben, wenn der Depositenschwund „den Markt aus der Bank" zurückzieht. Damit ist die Höhe der Notenbankbeanspruchung kein untrügliches Zeichen mehr für die innere Wirtschaftsbilanz und damit für die ausgleichende Politik der Notenbanken.

Man braucht nicht anzunehmen, daß der Geldwertstabilisierungspolitik des B.-R.-Amts diese Gedankengänge bewußt zugrunde liegen. Tatsache ist aber, daß diese Politik niemals sich nach dem Geldbedarf oder nach der Höhe der Beanspruchung richtet. Vor allem die „Ausgleichspolitik" (von der nachstehend eingehender zu sprechen sein wird) geht mit dem „Geldbedarf" (diese Bezeichnung ist hier für die Summe von Zahlungsmittelbedarf, Goldbedarf und Required Reserve gewählt) niemals einheitlich parallel, kreuzt sie vielmehr zumeist. Im Jahre 1921 und Anfang 1925 ist zwischen beiden eine Konträrbewegung, im Jahre 1922 dagegen eine Parallelbewegung festzustellen (s. Schaubild 5 und 6).

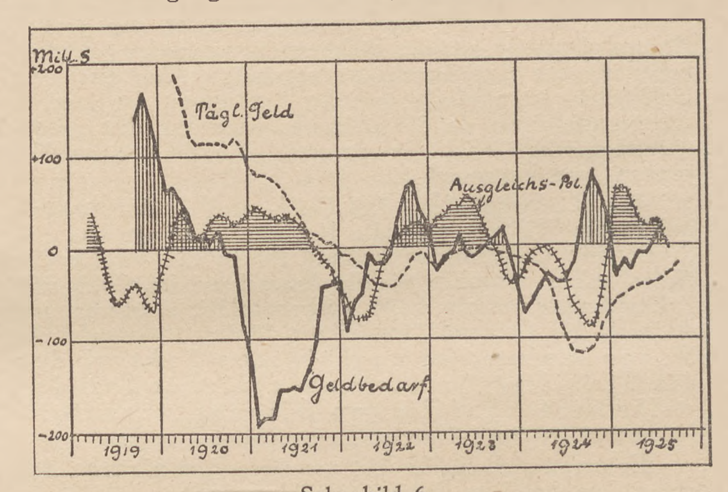


Schaubild 6.
Geldbedarf, Ausgleichspolitik und Geldmacht.

Die Tatsache, daß zwischen dem Geldbedarf und der Ausgleichspolitik ein verständlicher Zusammenhang nicht zu entdecken ist, mag einem oberflächlichen Beschauer absurd erscheinen. (Auch in Amerika ist man in den letzten Monaten über die starken Effektenkäufe der B.-R.-Banken höchst verwundert.) In den vorstehenden Gedankengängen findet diese äußerlich so unbegreifliche Politik des B.-R.-Amts ihre theoretische Rechtfertigung.

Die Tatsache, daß die Required Reserve die Parallelität von volkswirtschaftlicher Bilanz und Notenbankbeanspruchung verwischt, hat die unerwünschte Konsequenz, daß in dem Augenblick, wo das B.-R.-Amt seine Machtstellung gegen die Verbrauchssteigerungstendenzen in der Wirtschaft einsetzen soll und muß, ihnen die Voraussetzungen dafür fehlen können. Denn die Diskontpolitik kann nur solange wirksam sein, als die Wirtschaft in die Bank gedrängt wird.

In ihrem Effektenportefeuille[10]) an government securities haben die Bundes-Reserve-Banken aber ein Mittel,

[8]) Es ist unleugbar ein bedeutender Fortschritt der Geldtheorie, daß der Nominalismus das Giralgeld als gleichwertig neben das Stückgeld gesetzt hat. Aber es ist eine gefährliche Ueberspannung des Giralgeldgedankens, wenn der Doppelcharakter der Bankdepositen als Giralgeld (effektive Kaufkraft) und als Kaufkraftreserve (latente Kaufkraft) übersehen wird. Besonders abwegig ist es, wenn die Depositen der B.-R.-Banken als „Kaufkraftschöpfung" behandelt werden, obwohl 97 pCt. der Depositen auf Member-Reserve-Account, also auf Kaltstellung vorhandener Kaufkraft entfallen.

[9]) Das gilt auch, wenn auch mit Einschränkung, für die europäischen Notenbanksysteme, da hier die gewohnheitsmäßige Deckungsquote Depositen durch Kasse ungefähr den Dienst der required-reserve versieht.

[10]) Zum Teil auch in den „angekauften" Wechseln. Bei der graphischen Darstellung sind government-securities und bills bought in open market zusammengezählt.

diesen Nachteil auszugleichen. Ihre Ausgleichspolitik läuft darauf hinaus, durch Liquidierung ihrer Schatzwechselbestände künstlich einen „Geldbedarf" zu entfachen, der den Markt in die Bank drängt, und umgekehrt durch Ankauf von Schatzwechseln den Geldbedarf des Marktes zu befriedigen, ohne daß der Markt die Bank in Anspruch nehmen muß. Darum ist in Amerika die Beanspruchung der B.-R.-Banken nicht allein eine Funktion von Zahlungsmittelbedarf und Zahlungsbilanz, auch nicht allein von Required Reserve, ist vielmehr in sehr starkem Umfange von der Ausgleichspolitik bestimmt. Damit ist die Entwickelung des amerikanischen Geldmarktes in starkem Umfange von der Frage abhängig, wie die B.-R.-Banken ihre Manövermasse an government securities handhaben. Wenn man die Größenverhältnisse zwischen „Geldbedarf" und „Ausgleichspolitik" vergleicht (s. Schaubild 5 und 6), dann wird ersichtlich, daß die Entwickelung, die die Geldmarktlage der Vereinigten Staaten in den letzten Jahren genommen hat, viel weniger von den natürlichen Einflüssen des Geldbedarfs als von der Ausgleichspolitik der B.-R.-Banken bestimmt worden ist, daß also der Einfluß des B.-R.-Amts weit stärker ist, als er nach außen in Erscheinung tritt. Mit der Manövermasse an government securities reguliert das B.-R.-Amt quasi unsichtbar den Markt. Damit wird auch die zukünftige Entwickelung des amerikanischen Geldmarktes von der „Ausgleichspolitik" abhängen.

Zusammenhänge zwischen Geldbedarf und Ausgleichspolitik bestehen nicht. Das B.-R.-Amt hat die Ausgleichspolitik im Jahre 1922 bei steigendem, im Jahre 1925 bei sinkendem Geldbedarf eingesetzt. Es ist nunmehr auch deutlich sichtbar, daß die Beanspruchung des B.-R.-Systems und die Versteifung des Geldmarktes, die beiden Erscheinungen, die seit Beginn des Jahres 1925 zu verzeichnen sind, gar nicht aus einem natürlichen Geldbedarf entsprungen sind. Denn der Goldbedarf, der im Winter erstmalig entstand, ist durch die saisonübliche starke Verminderung des Zahlungsmittelbedarfs und durch den gleichzeitigen Devisenschwund mehr als kompensiert worden. Die Entwickelung des Jahres 1925 ist ausschließlich ein Ergebnis einer bewußten Geldversteifungspolitik des B.-R.-Amts.

Die bisherige Entwickelung zeigt auch deutlich, daß das B.-R.-Amt seine Ausgleichspolitik ausschließlich nach der Preisgestaltung richtet. Bei steigendem Preisniveau wirft das B.-R.-Amt die government securities in den Markt (1923, 1925), bei sinkenden Preisen (1924) füllt es die Manövermasse wieder auf.

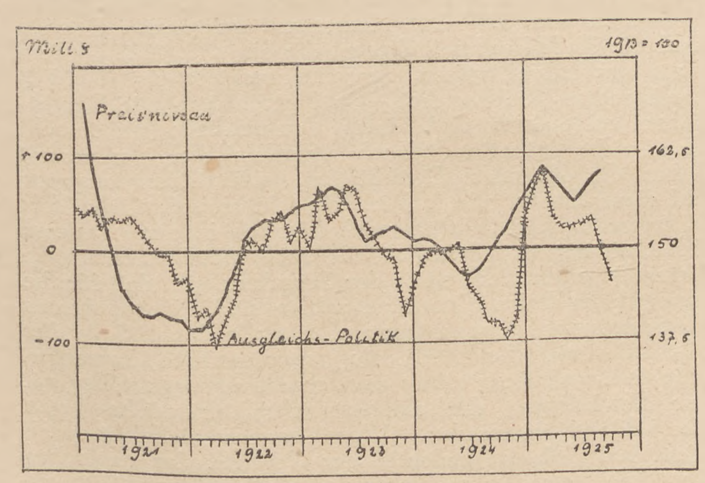


Schaubild 7.
Preisniveau und Ausgleichspolitik.

III.

Zum Schluß ist es noch erforderlich, auf die engen Zusammenhänge zwischen Konjunktur und Geldmarktlage hinzuweisen. Wenn auch festgestellt werden mußte, daß die Geldmarktentwickelung der letzten Jahre kaum eine natürliche und damit konjunktur-bedingte war, vielmehr fast ausschließlich künstlich von der Ausgleichs- und Geldwertstabilisierungspolitik des B.-R.-Amts gemacht worden war, so haben die Zusammenhänge zwischen Geldmarkt und Konjunktur auch in Amerika an Bedeutung nicht verloren. Vor allem wird die Ausgleichspolitik niemals unbegrenzt sein können, sie ist abhängig von der Höhe der Effektenbestände, die in Preissenkungsperioden angesammelt werden können. Die Frage, ob die Geldwertstabilisierungspolitik immer den gleichen Erfolg wie 1923 und Mitte 1925 haben wird, spitzt sich auf ein Problem der Zeitdauer der Preissteigerung zu. Im Jahre 1923 konnte das B.-R.-Amt seine Ausgleichspolitik durchhalten, weil die Hochkonjunktur und damit der Auftrieb der Preise von selbst erlosch. Es bleibt die Frage offen, ob bei einer langfristigeren Hochkonjunktur- und Preisauftriebwelle die Mittel der Ausgleichspolitik nicht eher erschöpft sind, als diese Politik den beabsichtigten Erfolg gehabt hat. Damit ist es eine akute Frage geworden, welche Aussichten für eine längere Dauer der jetzigen Hochkonjunktur bestehen. Diese Frage ist um so dringender, als die Ausgleichspolitik der letzten Monate die Manövermasse des B.-R.-Amts so stark angegriffen hat, daß sie jetzt mitten in der Hochkonjunktur neu aufgefüllt werden muß.

Einen tiefen Einblick in die Zusammenhänge zwischen Geldmarktlage und Konjunktur gewinnt man, wenn man die inneramerikanischen Geldverschiebungen ins Auge faßt. Auch in Amerika vollzieht sich ein ständiger Kreislauf des Geldes zwischen Geldmarkt, Industrie und Landwirtschaft. In Amerika kann dieser Kreislauf aber wesentlich besser beobachtet werden als in Europa. Einmal, weil Industrie und Landwirtschaft territorial nicht so stark ineinander verschoben liegen. Denn New York City läßt sich mit Geldmarkt, die B.-R.-Bezirke Boston, Philadelphia und Cleveland mit Industrie und die übrigen acht B.-R.-Bezirke mit Landwirtschaft identifizieren. Weiterhin läßt sich infolge der besonderen gesetzlichen Regelung des Bankwesens, die Filialen nicht zuläßt, für jeden Ort die Höhe der Bankdepositen feststellen.

Der Kreislauf des Geldes kommt deshalb deutlich in dem Prozentsatz der Depositen zum Ausdruck, der von der Gesamtsumme auf die M.-Banken in

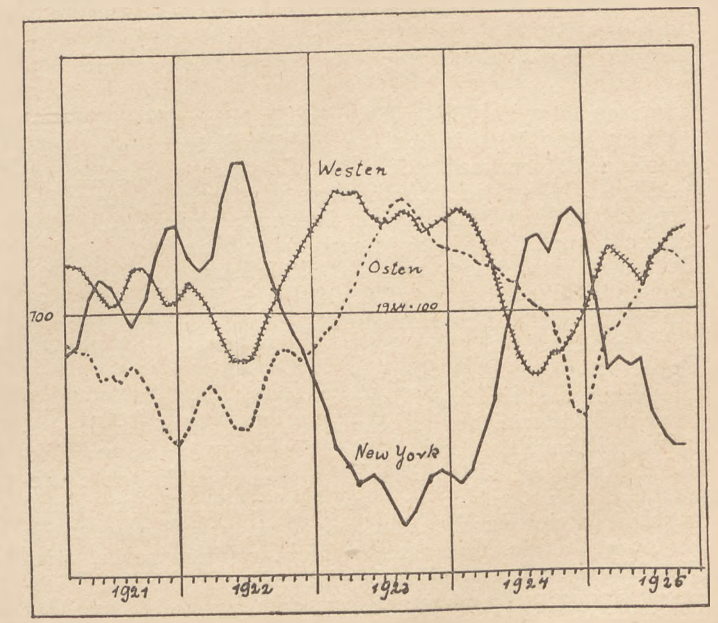


Schaubild 8.
Die Depositen der Mitgliedsbanken.
Prozentuale Verteilung.
1924 = 100.

New York City (Geldmarkt), im Osten (Industrie) und im Westen entfällt (s. Schaubild 8).

Die Ernte ist es, die den Kreislauf des Geldes dirigiert. Im Herbst und Winter fließt das Geld aus dem Geldmarkt und der Industrie nach der Landwirtschaft ab, im Frühjahr und Sommer fließt es über die Industrie nach dem Geldmarkt zurück.

Die Entwickelung der letzten Jahre zeigt aber, daß in diesem saisonüblichen Kreislauf des Geldes sich sehr erhebliche Unterschiede der Intensität einstellen. Zuerst Herbst 1922, dann im Herbst 1924 war der Geldzufluß nach der Landwirtschaft weitaus stärker, im Herbst 1923 war ein Geldzufluß überhaupt nicht festzustellen. 1922 und 1924 waren aber gute Erntejahre, so daß sich auch aus der amerikanischen Entwickelung zeigt, daß der Ernteausfall die Intensität im Kreislauf des Geldes bestimmt.

Entscheidend nun für die Beurteilung der Konjunkturentwickelung ist die Tatsache, daß sich beide Male, sowohl 1922 wie 1924, an die Steigerung der landwirtschaftlichen Kaufkraft eine industrielle Hochkonjunktur angeschlossen hat, daß dagegen das Baissejahr 1924 auf eine schlechte Ernte gefolgt ist. Die Entwickelung in Amerika unterstreicht also die engen Zusammenhänge, die zwischen Agrarkaufkraft und Industriekonjunktur bestehen (s. Schaubild 9)[11].

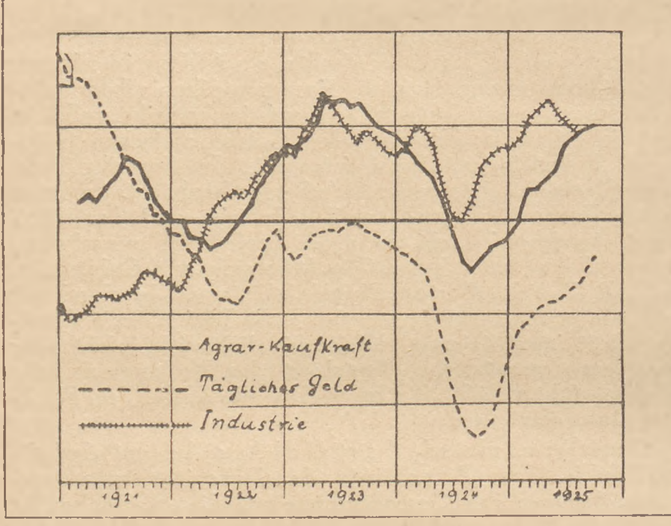


Schaubild 9.
Agrarkaufkraft, industrielle Produktion und Geldmarkt.

Besonders auffällig ist weiterhin die außerordentlich enge Parallelität zwischen der Geldmarkttendenz und der (relativen) Agrarkaufkraft. Die Tatsache, daß steigende Kaufkraft im landwirtschaftlichen Westen mit einem Ansteigen der New Yorker Geldsätze zusammenfällt, erklärt nunmehr auch den eingangs erwähnten Kontrast zwischen Geldmarktversteifung und Effektenhausse. Die New Yorker Geldverteuerung fällt mit einer Geldflüssigkeit im Innern des Landes zusammen; diese letztere ist es, die die Effektenhausse trägt und sie — von den spekulativen Uebertreibungen abgesehen — rechtfertigt.

Wenn das bisherige Uebereinstimmen von Agrarkaufkraft und Industriekonjunktur in der Tat auf einer Gesetzmäßigkeit beruht, dann ist der Fortgang der augenblicklichen Hochkonjunktur eine Frage des diesjährigen Ernteausfalls. Der schlechte Ausfall der diesjährigen Ernte beschränkt sich durchaus auf den Weizen; selbst wenn die Roggenernte die Erwartungen nicht erfüllen sollte, wird die glänzende Baumwollernte einerseits, der höhere Preisstand andererseits dahin führen, daß der Geldertrag der diesjährigen Ernte nicht oder nicht erheblich hinter dem Vorjahre zurückbleibt. Dann muß sich in den nächsten Monaten eine neue Kaufkraftwelle in die Landwirtschaft ergießen, die der Westen wie im Vorjahre wieder in Industrieprodukte umwandeln kann.

Dabei ist aber zu berücksichtigen, daß diese zweite Kaufkraftwelle in eine Landwirtschaft hineinfällt, die noch aus dem Vorjahre geldlich stark gesättigt ist. Während die vorjährige Kaufkraftvermehrung fast restlos an die Industrie zurückgeflossen ist, wird bei der jetzigen Konstellation ein erheblicher Teil des der Landwirtschaft neu zufließenden Geldes zur „Kapitalbildung", d. h. zum Effektenankauf übrigbleiben.

[11]) Die Kurve „Agrarkaufkraft" ist identisch mit der Kurve prozentualer Anteil des Westens an den Depositen (in Schaubild 8), jedoch sind die Saisonschwankungen (nach der Harvard-Methode) ausgeschaltet.

Das Deutsche Eigentum in den U. S. A.

Von Dr. jur. **H. A. Simon**, Berlin.

Wenn man den kürzlich berichteten Plan eines deutsch-amerikanischen Ausgleichs einer kritischen Würdigung unterziehen will, so muß man sich zunächst vor Augen halten, daß es sich hier um ein Abkommen zweier privater Wirtschaftsgruppen, der amerikanischen War Claimants Association und einem formfreien Komitee deutscher Wirtschaftsführer, als deren Beauftragter der Hamburger Anwalt und Mitglied der Mixed Claims Commission Dr. Kiesselbach auftrat, handelt. Daß bei den Verhandlungen auch mit der amerikanischen Regierung, insbesondere mit Schatzsekretär Mellon, Fühlung genommen worden ist, erscheint durchaus natürlich. Um dieses private Abkommen zum förmlichen Abschluß zu bringen, sind noch gewisse Bedingungen zu erfüllen, auf die weiter unten noch des Näheren eingegangen werden soll. Die endgültige Lösung des Problems wird aber im Wege eines amerikanischen Gesetzes, d. h. also durch den Kongreß erfolgen, dem allein nach dem Trading with the Enemy Act die Machtbefugnis zusteht, über das beschlagnahmte Vermögen zu verfügen. Der Trading with the Enemy Act und mit ihm das als sein Bestandteil hineingearbeitete sogenannte Winslow Gesetz, womit eine Freigabe bis zu 10 000 $ von jedem beschlagnahmten Vermögen verfügt wurde, dürfte durch das im Frühjahr 1926 zu erwartende Gesetz des Kongresses aufgehoben werden.

Das ist die Form, der Sache nach handelt es sich um ein internationales Finanz-Problem, und aus diesem Grunde ist auch eine Würdigung des neuen Planes nur von einer Plattform aus möglich, die einen Blick auf die beiderseitigen Interessen gewährt. Auf der einen Seite stehen amerikanische Gläubiger mit Forderungen von 180 Millionen $, auf der anderen Seite deutsche Eigentümer mit einem beschlagnahmten bzw. enteigneten Vermögen von 330—350 Millionen. In diesem Betrage sind die 30 Millionen $ Zinsen, die bis 4. 3. 1923 — dem Tage des Inkrafttretens, der eine Freigabe bis 10 000 $ verfügenden Winslow Act — auf beschlagnahmte Bargutmhaben aufgelaufen und einem Sammelfonds gutgebracht sind, nicht enthalten. Nach amerikanischer Auffassung haben die deutschen Berechtigten keinen Rechtsanspruch auf diese Zinsen, wie ja auch für rein zivilrechtliche Verhältnisse nach dem alten noch kürzlich in einer neueren Entscheidung grundsätzlich als maßgebend anerkannten Urteil Brown v. Hiatts der Grundsatz gilt, daß für die Kriegsdauer keine Zinsen zu zahlen sind. Unter diesem Gesichtspunkt betrachtet man offenbar in den U. S. A. den 30-Millionen-Dollar-Fonds als gewissermaßen herrenlos, möchte ihn aber um seines deutschen Ursprungs willen mit zur Befriedigung der amerikanischen Ansprüche gegen Deutschland verwenden. Wenn sonach vielleicht auch nicht rechtlich, so bedeutet der Verzicht der deutschen Bargläubiger auf diese Zinsen jedenfalls wirtschaftlich ein Opfer.

Die beiderseitigen Forderungen werden nicht einfach gegeneinander aufgerechnet, sondern die deutschen und amerikanischen Berechtigten werden voll befriedigt, die fehlenden Mittel hierzu werden aus einer von den U. S. A.

garantierten 250-Millionen-Dollar-Bond-Anleihe geschöpft, so daß der Ausgleich das bekannte Bild abgibt:

Es erhalten

die Amerikaner: 50 Millionen $ bar (aus dem beschlagnahmten deutschen Vermögen),
30 Millionen $ bar (aus dem erwähnten Zinsenfonds),
100 Millionen $ Bonds

Sa.: 180 Millionen $,

die Deutschen: 100 Millionen $ bar,
80—100 Millionen $ (nicht liquidiert. Eigentum, insbesondere Wertpapiere),
50 Millionen $ Bonds (Ersatz für die zur Befriedigung der amerikanischen Gläubiger einbehaltenen 50 Millionen $ bar),
100 Millionen $ Bonds (für die entschädigungslos Enteigneten, insbesond. Schiffe, Patente, Radio-Stationen)

Sa.: 330—350 Millionen $.

Die erwähnten Bonds werden von einem von den U. S. A. zu ernennenden Treuhänder, auf den die U. S. A. ihre Ansprüche aus der Dawes-Annuität — und zwar sowohl aus den Okkupationskosten (jährlich zirka 13 Millionen $ mit Transferprivileg) als ihrem 2¼proz. Anteil (jährlich bis 45 Millionen Goldmark ohne Transferprivileg) — übertragen, ausgestellt und für Kapital und Zinsen von den U. S. A. bedingungslos garantiert und innerhalb 25 Jahre durch Auslosung amortisiert, und zwar nach Wahl der U. S. A.[1]) in Dollar oder in Goldmark. Im letzteren Falle wird eine Prämie von jährlich ½ pCt. für jede nach dem ersten Jahre erfolgende Rückzahlung gewährt. Wie bereits gemeldet, wird in amerikanischen Bankkreisen mit Bestimmtheit erwartet, daß der Kurswert dieser Bonds Pari sein wird. In diesem Zusammenhang muß man sich vor Augen halten, daß ja auch amerikanische Gläubiger Bonds im Betrage von 100 Millionen erhalten. Die Frage der internationalen Verwertung der Bonds wird zur gegebenen Zeit noch eingehend zu behandeln sein. Die bereits angedeuteten Bedingungen für den endgültigen Abschluß des privaten Abkommens zwischen den beiden Wirtschaftsgruppen sind folgende:

1. Annahme von 50-Millionen-Dollar-Bonds von deutschen Bargläubigern an Stelle Barauszahlung,
2. Zustimmung der Mehrheit der Eigentümer, gerechnet nach dem Kapitalwert,
3. Zustimmung der Sondergruppe der entschädigungslos Enteigneten (Schiffe, Radio-Stationen).

Es ist nicht daran zu zweifeln, daß diese Bedingungen erfüllt werden; es handelt sich aber darum, sie so schnell als möglich zu erfüllen, um die Situation für die parlamentarische Behandlung in den U. S. A. reif zu machen. Dies gilt namentlich für die erstgenannte Bedingung der Uebernahme von 50-Millionen-Dollar-Bonds seitens deutscher Bargläubiger. Zu dieser „Zeichnung" sind nur die aus den Büchern des Alien Property Custodian ersichtlichen Gläubiger in Höhe ihrer an den A. P. C. tatsächlich abgeführten Guthaben zugelassen, im Falle eines Treuhand- oder Kommissionsverhältnisses — was namentlich bei Banken der Fall sein dürfte —, also nur der nach außen hin als Kontoinhaber in Erscheinung tretende Treuhänder bzw. Kommissionär. Inwieweit dieser zur „Zeichnung" die ausdrückliche Zustimmung des Kommittenten einzuholen hat, hängt nicht zuletzt von den für das einzelne Vertragsverhältnis maßgebenden Vereinbarungen ab; denkbar wäre hier auch die Anwendung der Grundsätze der Geschäftsführung ohne Auftrag, die jedenfalls bei der Erfüllung der zweitgenannten Bedingung — Zustimmung der Mehrheit der Eigentümer — unbedenklich herangezogen werden können. Mit anderen Worten, ein Treuhänder oder Kommissionär kann nicht allein nach außen hin, sondern auch mit Rechtswirkung seinem Kommittenten gegenüber auch ohne dessen vorherige ausdrückliche Einwilligung die allgemeine Zustimmung zu dem Plane erteilen; ist doch auch eine günstigere Lösung nicht als im Bereich der Wahrscheinlichkeit liegend zu betrachten. Gelangt der Ausgleichsplan — der in einer durch W. T. B. verbreiteten Kabelmeldung aus Washington vom 11. d. M. als „der Plan des Schatzsekretärs Mellon" bezeichnet wird — durch eine schleunige Erfüllung der genannten Bedingungen schon in den nächsten Tagen zum förmlichen Abschluß, so könnte die Tatsache der privaten Einigung der beiden Interessengruppen dem Präsidenten Coolidge einen Anlaß zur Erwähnung in seiner Weihnachtsbotschaft geben, wodurch die politische Resonanz des Planes namentlich auch im Kongreß eine beachtliche Verstärkung erfahren dürfte.

Zieht man das volkswirtschaftliche Fazit aus dem Plan, so fließen uns zwar 330—350 Millionen $ zu — das wird sich natürlich auf einige Zeit verteilen —, hiervon sollen aber aus deutschen Mitteln jedenfalls in der Form der Dawes-Annuitäten 150 Millionen $ der den deutschen Berechtigten und ferner 100 Millionen $ der den amerikanischen Gläubigern zugeteilten Bonds aufgebracht werden.

Aller Voraussicht nach wird ein nicht unerheblicher Teil des freigegebenen amerikanischen Vermögens in Mark konvertiert, um hier in Deutschland entweder zur Stärkung der vielfach knappen Betriebsmittel oder auch bei zahlreichen verarmten Privatleuten zu rein konsumtiven Zwecken zu dienen. Jedenfalls wird man diese Vorgänge auch von der Währungsseite her zu betrachten haben.

Andererseits dürfte aber namentlich seitens der von Amerika importierenden Firmen ein beträchtlicher Teil der freigegebenen Werte zur Finanzierung ihrer Importe verwendet werden; auch die Abdeckung alter Dollar-Kredite wird ein nicht seltener Verwendungszweck sein. Schließlich kommt namentlich für die deutschen Schiffahrtsgruppen auch der Rückerwerb einzelner Objekte in Frage.

Gelegentlich wieder aufgetauchte wilde Nachrichten über Absichten der deutschen Regierung, das freigegebene Vermögen mit einer Sondersteuer zu belegen, sind in das Reich der Fabel zu verweisen. Bereits vor Jahren, als die Winslow Act durch derartige Nachrichten gefährdet schien, hat der deutsche Botschafter Wiedfeld in diplomatischer Form diese Meldungen dementiert. Die Rechtslage ist in der Folgezeit durch die Bestimmmungen des § 18 Reichsentlastungsgesetz eindeutig festgelegt; hiernach bleiben die freigegebenen Werte oder die für deren Verlust ausgezahlten Kapitalbeträge bei der Veranlagung zur Einkommensteuer bzw. Körperschaftssteuer für die Ermittlung des steuerbaren Einkommens in dem Kalenderjahr oder in dem Wirtschaftsjahr außer Ansatz, in dem den Berechtigten die Vermögensgegenstände zurückgegeben oder die Kapitalbeträge ausgezahlt worden sind. Das gleiche wird natürlich für die Gewährung der Entschädigung in Form von Bonds zu gelten haben.

Ferner sind die freigegebenen Werte auch von der Vermögenszuwachssteuer sowie in gewissem Umfange von der Erbschaftssteuer befreit. Nach § 18 Abs. 4 Reichsentlastungsgesetz waren die freigegebenen Werte auch von der Vermögenssteuer bei der ersten Veranlagung zu dieser Steuer befreit; lediglich diese Vergünstigung ist durch § 21 des neuen Vermögenssteuergesetzes wieder aufgehoben worden.

---

[1]) Nicht der Bond-Inhaber; die in der Frankfurter Zeitung Nr. 921 vom 11. ds. angestellten Betrachtungen über die erzieherische Wirkung auf die deutschen Bond-Inhaber sowie den Anreiz für die amerikanischen Gläubiger, Mark statt Dollar zu nehmen und in Deutschland zu investieren, gehen daher fehl.

Die Bewertung von Aktien bei der neuen Vermögensteuerveranlagung.

Von Dr. jur. **Wilhelm Koeppel**, Berlin.

I.

Die Aktienbewertung beim Aktionär.

Man hat zu unterscheiden zwischen Aktien inländischer und ausländischer Gesellschaften. Erstere werden durchgängig nur mit dem halben Steuerkurs oder halben Verkaufswert eingesetzt. Der Gesetzgeber verfolgt den Grundsatz der Besteuerung an der Quelle; deshalb dürfen Aktiengesellschaften bei ihrer Steuererklärung das Aktienkapital nicht vom Aktivvermögen abziehen. Um nun eine geradezu unmäßige glatte doppelte Besteuerung zu vermeiden, soll der Aktionär nur die Hälfte des Wertes der Aktien versteuern. Da dieses Prinzip der Besteuerung an der Quelle naturgemäß bei Gesellschaften mit Sitz im Ausland nicht durchführbar ist, müssen ausländische Aktien vom Aktionär zum vollen Kurse für die Vermögensteuer angemeldet werden, und zwar unter Berücksichtigung der amtlichen Umrechnungskurse der Devisen in Mark vom 31. Dezember 1924.

Maßgebend ist grundsätzlich der Vermögenstand vom 31. 12. 1924. Bilanzierende Kaufleute, deren Geschäftsjahr vom Kalenderjahr abweicht, können aber auch ihren Vermögenstand angeben nach dem Stande des in dem Kalenderjahr 1924 fallenden Endes des Geschäftsjahres. Trotzdem gelten dann aber auch die Steuerkurse, bei ausländischen Aktien auch die Devisenumrechnungskurse vom 31. 12. 1924.

Soweit für Aktien — gleiches gilt stets für Kuxe, sonstige Anteile und Genußscheine, was im Nachfolgenden für Aktien ausgeführt wird — Steuerkurse nicht festgesetzt sind, sind Aktien mit ihrem Kurs- oder Verkaufswert vom 31. 12. 1924 zu bewerten. Soweit Steuerkurse für deutsche Aktien festgesetzt worden sind, gelten diese.

Besonderheiten gelten für das sogenannte Schachtelprivileg, welches im § 27 des Reichsbewertungsgesetzes geregelt ist. Auf dieses Schachtelprivileg wird weiter unten noch besonders zurückzukommen sein.

Die amtlichen Richtlinien des Reichsfinanzministers sehen nun besondere Bestimmungen vor für Aktien mit gewöhnlichem Stimmrecht und Aktien mit besonderem Stimmrecht. Sie seien zunächst im folgenden in geschlossener Weise wiedergegeben:

„aa) Aktien mit gewöhnlichem Stimmrecht:

Als Aktie mit gewöhnlichem Stimmrecht gilt eine solche Aktie, die gegenüber der gewöhnlichen Stammaktie derselben Gesellschaft unter Umrechnung auf den gleichen Nennbetrag ein erhöhtes Stimmrecht nicht gewährt. Als Aktie mit gewöhnlichem Stimmrecht gilt also auch z. B. eine Stammaktie mit einem Nennbetrag von 40 RM und 2 Stimmen, wenn die gewöhnliche Stammaktie der Gesellschaft über einen Nennbetrag von 20 RM lautet.

Es sind zu bewerten:

a) Vorzugsaktien, wenn das Grundkapital der Gesellschaft vor dem 1. Januar 1925 auf Goldmark umgestellt worden ist, mit dem Steuerkurs der gewöhnlichen Stammaktie. Ist das Grundkapital erst nach dem 1. Januar 1925 umgestellt worden, so sind die Vorzugsaktien mit ihrem Verkaufswert anzusetzen;

b) Vorratsaktien mit 10 pCt. des Steuerkurses der gewöhnlichen Stammaktie;

c) Schutzaktien mit dem Steuerkurs der gewöhnlichen Stammaktie;

d) junge Aktien mit 90 pCt. des Steuerkurses der gewöhnlichen Stammaktie.

bb) Aktien mit besonderem Stimmrecht:

Als Aktie mit besonderem Stimmrecht gilt eine solche Aktie, die gegenüber der gewöhnlichen Stammaktie derselben Gesellschaft unter Umrechnung auf den gleichen Nennbetrag ein erhöhtes Stimmrecht gewährt. Als Aktie mit besonderem Stimmrecht gilt also z. B. eine Vorzugsaktie mit einem Nennbetrag von 1 RM und 1 Stimme, wenn die gewöhnliche Stammaktie der Gesellschaft über einen Nennbetrag von 100 RM lautet.

Bei der Bewertung der Aktien mit besonderem Stimmrecht ist zu unterscheiden zwischen dividendenberechtigten und nichtdividendenberechtigten derartigen Aktien.

a) Dividendenberechtigte Aktien mit besonderem Stimmrecht sind zunächst mit 90 pCt. des für die gewöhnliche Stammaktie festgesetzten Steuerkurses zu bewerten; hierzu tritt für jede Stimme, die die Aktie gewährt, ein Zuschlag in Höhe von 10 pCt. des Wertes der gewöhnlichen Stammaktie.

1. Beispiel:

Nennbetrag der gewöhnlichen Stammaktie . . . . . 300 RM
Nennbetrag der Aktie mit besonderem Stimmrecht . 20 RM
Beide Aktien gewähren je eine Stimme.
Steuerkurs für die gewöhnliche Stammaktie . . . . 70 pCt.
also Wert dieser Aktie (70 pCt. von 300) = ... 210 RM

Der Wert der Aktie mit besonderem Stimmrecht berechnet sich wie folgt:

Zunächst 63 pCt. (nämlich 90 pCt. von 70 pCt.) von 20 RM (Nennbetrag der Aktie mit besonderem Stimmrecht) = ... 12,60 RM
Hierzu 10 pCt. von 210 RM (Wert der gewöhnlichen Stammaktie) . . . . 21,— RM
Wert der Aktie mit besonderem Stimmrecht insgesamt . . . . 33,60 RM

2. Beispiel:

Wie erstes Beispiel, jedoch gewährt die Aktie mit besonderem Stimmrecht nicht eine, sondern drei Stimmen.

Der Wert einer solchen Aktie mit besonderem Stimmrecht berechnet sich wie folgt:

Zunächst (wie im ersten Beispiel) . . . . 12,60 RM
Hierzu dreimal (10 pCt. von 210 RM) = ... 63,— RM
Wert der Aktie mit besonderem Stimmrecht insgesamt . . . . 75,60 RM

b) Nichtdividendenberechtigte Aktien mit besonderem Stimmrecht sind lediglich für jede Stimme, die die Aktie gewährt, mit 10 pCt. des Wertes der gewöhnlichen Stammaktie anzusetzen.

1. Beispiel:

In dem oben zu a) bezeichneten 1. Beispiel wäre also die Aktie mit besonderem Stimmrecht, wenn sie nichtdividendenberechtigt ist, lediglich mit 21 RM anzusetzen.

2. Beispiel:

In dem oben zu a) bezeichneten 2. Beispiel wäre also die Aktie mit besonderem Stimmrecht, wenn sie nichtdividendenberechtigt ist, lediglich mit 63 RM anzusetzen.

cc) Genußscheine.

Genußscheine sind, wenn sie auf einen bestimmten Nennbetrag lauten und das Grundkapital der Aktiengesellschaft vor dem 1. Januar 1925 auf Goldmark umgestellt worden ist, mit 50 pCt. des Steuerkurses der gewöhnlichen Stammaktie zu bewerten. Lauten die Genußscheine nicht auf einen bestimmten Nennbetrag oder ist die Umstellung des Grundkapitals erst nach dem 1. Januar 1925 erfolgt, so sind die Genußscheine mit ihrem Verkaufswert anzusetzen.

In den Fällen, in denen die Umstellung des Grundkapitals auf Goldmark vor dem 1. Januar 1925 erfolgt ist, muß darauf geachtet werden, daß für Goldmarknennbeträge von Aktien oder Genußscheinen nicht Kurse zugrunde gelegt werden, die sich auf einen Papiermarknennbetrag beziehen. Bei Zugrundelegung von Goldmarknennbeträgen muß vielmehr auch der Papiermarkkurs der gewöhnlichen Stammaktie in einen Goldmarkkurs umgerechnet werden; für die Umrechnung des Papiermarkkurses in einen Goldmarkkurs ist das Umstellungsverhältnis der gewöhnlichen Stammaktie maßgebend.

Beispiel:

Das Grundkapital einer Aktiengesellschaft ist im Jahre 1924 auf Goldmark umgestellt worden, und zwar die gewöhnlichen Stammaktien von 1000 M auf 100 RM, mithin im Verhältnis von

10 : 1. Der Steuerkurs für die gewöhnliche Stammaktie der Gesellschaft bezieht sich noch auf einen Papiermarknennbetrag; er beläuft sich auf 9 RM für je 100 M Nennbetrag. In dem oben zu aa) bis cc) bezeichneten Fällen ist daher vorliegend bei Zugrundelegung des Goldmarknennbetrages der dort bzeichneten Aktiengattungen oder Genußscheine nicht von einem Kurse von 9 pCt., sondern von einem Kurse von 9 mal 10 = 90 pCt. für die gewöhnliche Stammaktie auszugehen.

Aktien, Kuxe, sonstige Anteile und Genußscheine an inländischen Aktiengesellschaften usw. sind vom Eigentümer der Anteile oder Genußscheine nur mit der Hälfte des sich nach aa) bis cc) ergebenden Werts anzusetzen.

Hat der Steuerpflichtige sich bei Uebernahme von Aktien, Kuxen, sonstigen Anteilen und Genußscheinen verpflichtet, die Aktien oder Genußscheine der Gesellschaft zurückzugeben oder sie für Rechnung der Gesellschaft zu verwerten, so hat er für sie nur den Betrag anzusetzen, den er gegen Rückgabe oder bei Verwertung der Aktien oder Genußscheine vereinbarungsgemäß zu fordern hat. Die Vorschrift, nach der Aktien und Genußscheine beim Eigentümer nur mit der Hälfte ihres Wertes anzusetzen sind (vgl. vorstehend), ist hierbei nicht zu berücksichtigen."

Diese amtlichen Richtlinien sind lückenhaft.

Was zunächst die Regelung der Aktien mit gewöhnlichem Stimmrecht anlangt, so dürfte die Bewertung der Vorzugsaktien mit einfachem Stimmrecht nach Analogie der Bewertung der Stammaktien mit gewöhnlichem Stimmrecht irrtümlich sein. Es gibt ja Vorzugsaktien, die mit einem festen Betrag zu bezahlen sind vor den Stammaktien im Falle der Liquidation der Gesellschaft, mit einem Kurse, der meist etwas über dem Nennwert liegt, teilweise aber auch sich unter demselben bewegt. Es gibt Vorzugsaktien, die am 31. 12. 1924 weit über Pari notierten. Soll auch in diesen Fällen die Vorzugsaktie mit gewöhnlichem Stimmrecht, obwohl sie im Fall der Liquidation niemals mehr als den Nennwert erhalten kann, zum höheren Kurse bewertet werden? Es wird vom Reichsfinanzminister nicht genügend unterschieden, ob diese Vorzugsaktien mit gewöhnlichem Stimmrecht einen Börsenkurs haben oder nicht. Es gibt Vorzugsaktien mit einfachem Stimmrecht, die an der Börse notiert sind. Es ist nicht einzusehen, warum in diesen Fällen nicht der Börsenkurs, der doch der festgestellte Verkaufswert ist, maßgebend sein soll. Insoweit halte ich auch die entgegenstehende Anordnung des Reichsfinanzministers für rechtsungiltig, weil der Reichsfinanzminister nicht nach dem Reichsbewertungsgesetz die Vollmacht erhalten hat, für Aktien, deren Kurse amtlich am 31. 12. 1924 notiert sind, andere Bewertungsgrundsätze festzulegen als die Steuerkurse. Er kann den Steuerkurs anders festsetzen als den amtlich notierten Kurs; er kann aber nicht generell bestimmen, daß derartige Vorzugsaktien, die also amtlich notiert sind und einfaches Stimmrecht hatten, nach ganz anderen Gesichtspunkten bewertet werden sollen. Auf § 32 des Reichsbewertungsgesetzes kann sich das Reichsfinanzministerium nicht berufen. Hier ist zwar allgemein folgendes gesagt:

> „Der Reichsfinanzminister (§ 86) kann im Benehmen mit dem Reichswirtschaftsminister nach Anhörung von Sachverständigen Richtlinien über die Bewertung bestimmter Gruppen von Gegenständen des Betriebsvermögens aufstellen. Die Auswahl der Sachverständigen ist im Benehmen mit den beteiligten Wirtschaftskreisen zu treffen."

Indessen ist diese Vorschrift für die Festsetzung von Steuerkursen und Bewertungsrichtlinien für Effekten nicht maßgebend, weil die §§ 40 ff. Sondervorschriften enthalten. § 41 Abs. 2 besagt ganz allgemein:

> „Der Reichsminister der Finanzen (§ 86) kann im Benehmen mit dem Reichswirtschaftsminister Grundsätze für die Bewertung von Gattungen von Aktien, sonstigen Anteilen oder Genußscheinen einer Unternehmung aufstellen, in denen an dem maßgebenden Stichtage oder innerhalb des nach Abs. 1 maßgebenden Zeitraums ein Umsatz nicht stattgefunden hat, sofern in einer anderen Gattung von Aktien, sonstigen Anteilen oder Genußscheinen derselben Unternehmung am Stichtag oder innerhalb des bezeichneten Zeitraums ein Umsatz stattgefunden hat; die sich hiernach für die Aktien, sonstigen Anteile oder Genußscheine ergebenden Werte gelten als Steuerkurswerte im Sinne des § 33."

Auf die Fälle der vorliegenden Art trifft jedoch diese generelle Ermächtigung gerade nicht zu, weil sie nur für diejenigen Fälle gilt, in denen ein Umsatz in den Aktien usw. nicht stattgefunden hat. In den hier besprochenen Fällen hat aber ein Umsatz stattgefunden. Für diese Fälle gilt ganz allgemein die Regelung der §§ 40, 41 Abs. 1, in denen das Folgende angeordnet ist:

> „§ 40.
>
> Für die Bewertung von Wertpapieren und anderen Anteilen sowie Genußscheinen an Gesellschaften der im § 26 Abs. 2 Nr. 1 bezeichneten Art findet die Vorschrift des § 142 Abs. 3 der Reichsabgabenordnung Anwendung.
>
> Für die Bewertung der im Abs. 1 bezeichneten Wertpapiere, Anteile und Genußscheine können maßgebende Werte (Steuerkurswerte) festgesetzt werden. Für die Festsetzung der Steuerkurswerte und, soweit keine Steuerkurswerte festgesetzt werden, die Ermittlung der Verkaufswerte, tritt an die Stelle des Hauptfeststellungszeitpunktes der 31. Dezember des unmittelbar vorausgehenden Kalenderjahres; der Reichsminister der Finanzen (§ 86) kann einen abweichenden Stichtag bestimmen. Anstelle des § 142 Abs. 1, 2 der Reichsabgabenordnung finden für die Festsetzung der Steuerkurswerte die Vorschriften der §§ 41, 42 Anwendung.
>
> § 41 Abs. 1.
>
> Steuerkurswerte für Aktien, Kuxe, sonstige Anteile sowie Genußscheine an inländischen Gesellschaften der im § 26 Abs. 2 Nr. 1 bezeichneten Art werden nur festgesetzt, wenn sie an dem maßgebenden Stichtag (§ 40 Abs. 2) oder innerhalb eines vom Reichsminister der Finanzen (§ 86) zu bestimmenden Zeitraums tatsächlich umgesetzt worden sind; der vom Reichsminister der Finanzen zu bestimmende Zeitraum kann sowohl vor wie nach dem Stichtag liegen."

Infolgedessen halte ich leider diese Regelung des Reichsfinanzministers für ungültig. Hinzu kommt außerdem, daß § 41 Abs. 2 auf § 86 des Reichsbewertungsgesetzes verweist, wo im Abs. 1 ausdrücklich gesagt ist:

> „Wo in diesem Gesetze der Reichsminister der Finanzen ermächtigt wird, Bestimmungen zu treffen, kann er diese nur mit Zustimmung des Reichsrats treffen."

Daraus folgt, daß die gesamten vom Reichsfinanzministerium bisher herausgegebenen sogenannten Richtlinien keine amtlichen Bewertungsrichtlinien sind, sondern lediglich Dienstanweisungen des Ministers an die nachgeordneten Finanzämter darstellen, an welche letztere durch die Dienstaufsicht zwar gebunden sind, jedoch nur beim Veranlagungsgeschäft, nicht von dem Augenblick ab, in dem sie als Rechtsmittelbehörden (z. B. beim Einspruch) tätig werden. Die Finanzgerichte sind überhaupt nicht an diese Richtlinien gebunden.

Mir will es doch höchst bedenklich erscheinen, daß man — übrigens außerordentlich spät — lediglich verwaltungsmäßige Dienstanweisungen herausbringt statt feststehender gesetzlicher Richtlinien. Außerdem muß festgestellt werden, daß diese verwaltungsmäßigen Richtlinien in diesem einen hier beleuchteten Punkt glatt dem Gesetz widersprechen; es wird dies auch noch für eine Reihe anderer Fälle nachzuweisen sein. Nun entsteht ein außerordentlich bedauerliches Dilemma für den Finanzamtsbeamten. Es ist dringend wünschenswert, daß der Reichsfinanzminister eine Berichtigung vornimmt in den hier in diesem Aufsatz festgelegten Punkten, welche sich auf das Mindestmaß des praktisch Wichtigen beschränken — gleichzeitig dadurch aber auch leider dartun, daß man sehr wichtige Fälle der Praxis, offenbar infolge nicht genügender Anhörung von Sachverständigen, zu regeln unterlassen hat.

Soweit die Vorzugsaktien nicht amtlich notiert waren, ist der Finanzminister an sich ermächtigt, Richtlinien festzusetzen. Diese Richtlinien scheinen mir aber in der vorgenommenen Weise den tatsächlichen Verhältnissen, wie

angegeben, nicht zu entsprechen, weil auf den Rückzahlungsbetrag nicht genügend Rücksicht genommen worden ist und doch auch bei der Bewertung schließlich der in der Regel feste Zinsfuß eine gewisse Rolle spielt. Es ist nicht recht einzusehen, weshalb bei Umstellung des Grundkapitals auf Goldmark erst nach dem 1. 1. 1925 die Vorzugsaktien am 31. 12. 1924 mit ihrem Verkaufswert eingesetzt werden sollen, in anderen Fällen, in denen die Umstellung am Steuerstichtag bereits vollzogen war, dagegen mit dem Steuerkurs der Stammaktien.

Eingeschaltet sei hier, daß wohl allgemein im Sinne der Richtlinien — die Auffassung des Finanzministeriums stimmt überein (Runderlaß vom 12. Dezember 1925, III v. 4444) — die Umstellung als vollzogen gilt, wenn die Generalversammlung bis zum 31. 12. 1924 stattgefunden hat. Nicht entscheidend ist die Eintragung ins Handelsregister. Man würde sonst sich zu sehr auf formal-juristisches Gebiet begeben, während doch offensichtlich das wirtschaftliche Moment entscheidend sein muß. Natürlich sind auch bei dieser Auslegung nicht alle Willkürlichkeiten ausgeschaltet. Wenn man das wirtschaftliche Moment entscheidend sein läßt, so geschieht es deshalb, weil nach vollzogener Generalversammlung der Börsenkurs sich auf die Umstellung auf Goldmark eingestellt hat. Hat er das aber nicht in vielen Fällen schon mit der meist wochenlang vorher stattgehabten Aufsichtsratssitzung nach erfolgter Verlautbarung der Pläne der Verwaltungsorgane getan? Immerhin kann man sagen, daß die Absichten der Verwaltungsorgane nicht immer von der Generalversammlung gebilligt worden sind. Wie ist es aber, wenn der Generalversammlungsbeschluß angefochten worden war? In diesem Fall ist die Anfechtungsklage bekanntlich entsprechend den Bestimmungen des HGB. zu veröffentlichen, und der Börsenkurs hat hierauf häufig Rücksicht genommen. Man wird aber auch hier durchhauen müssen: wenn eine neue Generalversammlung etwas anderes festgesetzt hat als die erste, so ist der Beschluß der neuen Generalversammlung maßgebend. Wenn eine neue Generalversammlung nur den Beschluß der ersten Versammlung bestätigt oder eine neue Generalversammlung überhaupt nicht stattgefunden hat, so wird, auch wenn der Beschluß der ersten Versammlung erst nach Monaten ins Handelsregister eingetragen worden ist, doch die Umstellung im Sinne der Bestimmungen des Reichsfinanzministeriums als vor dem 31. 12. 1924 erfolgt anzusehen sein.

Unrichtig erscheint mir nun ferner die Bestimmung des Ministeriums über die Bewertung der Vorratsaktien. Vorratsaktien sollen mit 10 pCt. des Steuerkurses der gewöhnlichen Stammaktien bewertet werden, Schutzaktien dagegen mit dem Steuerkurs der gewöhnlichen Stammaktien. Wo liegt der Unterschied? Jede Vorratsaktie wirkt als Schutzaktie, da ja das Stimmrecht der Vorratsaktie, die eine begebene Aktie ist, regelmäßig im Sinne der Verwaltungsorgane ausgeübt wird. Das Reichsfinanzministerium verwendet offensichtlich den Ausdruck „Schutzaktie“ in einem engeren Sinne: Vorratsaktien sollen diejenigen Aktien sein, bei denen die Gesellschaftskasse einen Anspruch auf den Erlös hat; Schutzaktien sollen diejenigen Aktien sein, bei denen in negativer Hinsicht die Gesellschaft kein Verfügungsrecht mehr über den Erlös hat, sondern den Gegenwert bereits erhalten hat, bei denen aber in positiver Hinsicht irgendwelche Stimmrechtsbindungen mit der Verwaltung abgeschlossen worden sind. Sind nun als Schutzaktien auch diejenigen Aktien anzusehen, bei denen die Gesellschaft ein Rückerwerbsrecht hat? Die Beantwortung der Frage ist außerordentlich zweifelhaft. Es spricht manches dafür, die Frage zu bejahen; denn in diesen Fällen ist die Aktie bereits begeben; der Erlös ist in die Gesellschaftskasse geflossen, und es handelt sich lediglich um eine besondere Abmachung, die das Stimmrecht als solches nicht betrifft. Man wird die Frage im wesentlichen weniger nach rechtlichen als nach wirtschaftlichen Momenten zu entscheiden haben. Jedenfalls sind als Schutzaktien sicherlich diejenigen Aktien anzusehen, bei denen eine Veräußerungsbeschränkung auf einige Zeit vorhanden ist und Bindungen hinsichtlich des Stimmrechts derart bestehen, daß diese Bindungen die Ausübung des Stimmrechts im Sinne der Verwaltung festlegen. Man kann nun zweifeln, ob die hier vorgeschriebene Bewertung richtig ist, wenn man den Gesamtkurswert gemäß § 33 ermitteln will, weil die Festlegung des Stimmrechts für die Verwaltung immerhin einen gewissen Wert für das gesamte Gesellschaftsvermögen hat, da eine gewisse Kontinuität gesichert ist. Dagegen erscheint es mir doch allzu grob durchgehauen, wenn man dieselben Bewertungsgrundsätze auch bei Aktionären anwenden will. Oberster Grundsatz für die Bewertung von Aktien beim Aktionär muß die Berechtigung der Veräußerungsmöglichkeit sein. Hat er diese Veräußerungsmöglichkeit nicht, so kann diese so gebundene Aktie unmöglich für ihn — abgesehen von ganz besonders gelagerten, aber sehr seltenen Fällen — den gleichen Wert haben wie die sonstigen, beliebig veräußerlichen Aktien. Hier liegen die Fälle eben ganz verschieden. Es kann sein, daß der Besitzer der Aktien ein Andienungsrecht gegenüber der Gesellschaft hat; in diesem Fall wird man den Preis dieses Andienungsrechts berücksichtigen müssen. Es kann sein, daß die Gesellschaft ein Rückerwerbsrecht zu einem bestimmten Kurse hat. In diesem Fall wird man beim Aktionär die Aktie doch allerhöchstens zum halben Börsenkurs bewerten können derart, daß dieser oberste Grenze der Bewertung bilden muß; denn die Gesellschaft wird natürlich das Rückerwerbsrecht in fast allen Fällen nur dann ausüben, wenn dieser Preis annähernd dem Börsenkurs gleicht, weil sie ja sonst einen entsprechenden Posten Aktien billiger am freien Markt erwerben kann. Da es sich nur um ein einseitiges Recht der Gesellschaft handelt, weiß ja der Aktionär nicht, ob die Gesellschaft dieses Recht auch ausüben wird, so daß also das etwaige, zu höherem Kurse bestehende Rückerwerbsrecht für ihn einen vermögensteuerlichen Wert nicht hat. Es würde mit dem Charakter der Vermögensteuer als einer Stichtagsteuer im Widerspruch stehen, die spätere Börsenkursentwickelung irgendwie berücksichtigen zu wollen, zumal dies unter den jetzigen Verhältnissen auch unmöglich ist. In zahlreichen Fällen besteht weder ein Andienungsrecht des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft, noch ein Rückerwerbsrecht der Gesellschaft dem Aktionär gegenüber, sondern lediglich eine zeitlich verschieden begrenzte Veräußerungsbeschränkung mit Stimmrechtssicherung für die Verwaltung. In diesen Fällen scheint mir die Bewertung zum Steuerkurs wirtschaftlich zu hoch zu sein; denn es wird die tatsächlich vorhandene Veräußerungsbeschränkung, welche den Wert doch mindert, nicht berücksichtigt. Die Tatsache, daß diese Aktien nicht auf dem freien Markt sind, verringert doch das Angebot, während die Nachfrage die gleiche bleibt, ohne Rücksicht darauf, ob diese Aktien auf dem freien Markt sein würden oder nicht. Eher würde die Nachfrage noch verringert werden, wenn man weiß, daß diese Aktien noch in den Markt „hineingepumpt“ werden. Offenbar hat das Reichsfinanzministerium in solchen Fällen Bedenken gehabt, notwendige Abschläge zu machen, weil in einzelnen Fällen sicherlich Schiebungen vorgekommen sind. Wo liegt die Grenze? Sie wird nicht durch starre Regeln festzulegen sein. Wirtschaftliche Vorgänge von solchen Feinheiten entziehen sich der Möglichkeit äußerlicher Beurteilung durch starre Formeln. Hier muß der gesunde Sinn des Finanzamts entscheidend sein. Die Firmen, welche die Verträge abgeschlossen haben, werden schon ein wesentliches Indiz für die Ernsthaftigkeit der Abreden geben können. Auch kann das Finanzamt ja dem Aktionär aufgeben, für den Fall der Aufhebung der Vereinbarung innerhalb von sechs Monaten nach dem Steuerstichtag Anzeige zu machen, und das Finanzamt kann es sich vorbehalten, in solchen Fällen die Bewertung nach dem Steuerkurs festzulegen. Im vorliegenden Fall ist das Finanzamt ja in der sehr glücklichen Lage, daß die Veranlagung erst über ein volles Jahr nach dem Steuerstichtag erfolgt. Ich würde es für richtig halten, einen erheblichen Abschlag vom Steuerkurs für solche Schutzaktien vorzunehmen, bei denen bis zum 30. 6. 1925 eine Aufhebung der Stimmrechts- und Veräußerungs-

Bindungen nicht erfolgt ist. Die Höhe des Abschlages muß sich nach der Dauer der Veräußerungsbeschränkung richten. Außerdem spielt hier eine Rolle die Höhe des gebundenen Aktienpakets gegenüber den im freien Verkehr befindlichen Aktien. Hier wird man sogar für eine Gruppe von Fällen zu einer Formel gelangen können, indem man die im freien Verkehr befindlichen Aktien ins Verhältnis setzt zu den gebundenen Aktien und dann die fiktive Minderung des Steuerkurses berechnet, welche eingetreten wäre, wenn auch diese Aktien sich noch im freien Verkehr befinden würden. Bei langjähriger Bindung wird man dann einen weiteren Abschlag zubilligen müssen.

Was nun die Bewertung der reinen Vorratsaktien anlangt, so erscheint mir die Bewertung dieser Aktien mit 10 pCt. beim Aktionär völlig falsch. Vorratsaktien sind solche Aktien, bei denen der Erlös beim Verkauf durch den Aktionär, welcher stempelrechtlich infolge seines Treuhandverhältnisses Ersterwerber ist, in die Gesellschaftskasse fließt abzüglich der Provision des Ersterwerbers. Diese Vorratsaktien haben also beim Aktionär überhaupt keinen Wert, sondern er erhält nur eine Provision für den Fall der Veräußerung. Diese Provision beträgt in den mir bekannten Fällen ernsthafter Banken niemals 10 pCt. Zwar ist aktienrechtlich der Inhaber der Vorratsaktie Aktionär; denn die Aktie ist begeben. Wirtschaftlich kann man ihn aber für die Vermögensteuer als Aktionär jedenfalls insofern nicht ansehen, als nur der Anspruch auf Provision der Bewertung unterliegt. Dieser Anspruch ist aufschiebend bedingt einmal durch die Zustimmung der Gesellschaft zur Veräußerung und zweitens durch die Bereitwilligkeit eines Dritten zum Erwerb. Diese Ansprüche müssen also eigentlich von der Bewertung ferngehalten werden; mindestens müßte die Versteuerung ausgesetzt werden. Hinzu kommt, daß in der Zukunft die Veräußerung dieser Aktien im Hinblick auf die bekannten Bestrebungen der Börsenzulassungsstellen zwecks Beseitigung der Vorratsaktien eine außerordentlich zweifelhafte ist. Ich bin der Auffassung, daß die hier vorgenommenen Bewertungen auch nicht im Rahmen der Vollmacht des § 41 Abs. 2 sich hält, der oben angeführt ist. Es handelt sich eben wirtschaftlich hier nicht um die Bewertung von Aktien, in denen am Steuerstichtag ein Umsatz nicht stattgefunden hat.

Junge Aktien sollen mit 90 pCt. des Steuerkurses der gewöhnlichen Stammaktien bewertet werden. Auch dies scheint mir ein wirtschaftlich unrichtiges, allzu summarisches Verfahren zu sein.

Was nun die Aktien mit besonderem Stimmrecht betrifft, so darf hinsichtlich des Inhalts der Vorschriften auf die oben wiedergegebenen Bestimmungen verwiesen werden. Die Berücksichtigung des besonderen Stimmrechts bei der Vermögensteuer erscheint mir grundsätzlich verkehrt. Ich darf insoweit auf die Bemerkungen verweisen, die ich zu den amtlichen Durchführungsbestimmungen für die Veranlagung zur Vermögensteuer per 31. 12. 1923 gemacht habe. Mir will es so scheinen, als ob namentlich das Reichswirtschaftsministerium durch diese offensichtlich unrichtige Bewertung versuchen will, die Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht radikal zu beseitigen. Die Unrichtigkeit dieser Bewertung liegt so klar auf der Hand, daß im Rahmen dieses Aufsatzes wohl auf eine erneute Erörterung verzichtet werden kann.

Besonders verkehrt erscheint es mir, daß zu diesen Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht nun auch die nach § 31 Abs. 1 der Durchführungsbestimmungen zur Goldbilanzverordnung umgestellten Vorratsaktien gehören sollen. Das dürfte doch eine geradezu arge Verkennung der wirtschaftlichen Verhältnisse darstellen!

Außerdem führt die starre Berücksichtigung der Umstellung vor und nach dem 31. 12. 1924 zu geradezu unglaublichen Analogien. Diese Unebenheiten sind so zahlreich, daß dem Steuerpflichtigen nur angeraten werden kann, in solchen Fällen mit dem Reichsfinanzministerium auf Grund des § 108 RAO. zu verhandeln. Bedauerlich bleibt nur, daß das Ministerium sich durch diese radikale und allzu grobe Vorschrift eine geradezu ungeheuerliche Arbeitslast ziemlich unnötigerweise aufgeladen hat, welche durch eingehende Beratung dieses Gegenstandes mit Sachverständigen sicherlich hätte vermieden werden können.

II.

Bewertung des Vermögens von inländischen Gesellschaften nach der Summe der Steuerkurswerte.

§ 33 des Reichsbewertungsgesetzes bestimmt folgendes:

„Sind für die Anteile an einer inländischen Gesellschaft der im § 26 Abs. 2 Nr. 1 bezeichneten Art und für die von der Gesellschaft ausgegebenen Genußscheine Steuerkurswerte festgesetzt worden (§§ 40 bis 42), so ist der Einheitswert für den gewerblichen Betrieb mit der Summe der für die Anteile und Genußscheine der Gesellschaft festgesetzten Steuerkurswerte anzusetzen. Satz 1 findet keine Anwendung, wenn die Summe der Steuerkurswerte das nach den allgemeinen Bewertungsvorschriften, insbesondere gemäß § 31 berechnete Vermögen, um mindestens $^1/_{10}$ der Summe der Steuerkurswerte übersteigt oder um mindestens $^1/_{10}$ dieser Summe hinter diesem Vermögen zurückbleibt. Die Bewertung nach den allgemeinen Bewertungsvorschriften an Stelle der Bewertung nach der Summe der Steuerkurswerte kann nur bis zum Ablauf der Einspruchsfrist gegen den endgültigen Feststellungsbescheid über den Einheitswert des Betriebs verlangt werden. Führen die Ermittlungen über den Wert des Betriebs nach den allgemeinen Bewertungsvorschriften zu dem Ergebnis, daß die Voraussetzungen des Satzes 2 nicht vorliegen, so verbleibt es bei der Zugrundelegung der Summe der Steuerkurswerte."

In den amtlichen Richtlinien ist folgendes angegeben:

„**1.** Inländische Aktiengesellschaften, Kommanditgesellschaften auf Aktien, Kolonialgesellschaften, bergbautreibende rechtsfähige Vereinigungen und nicht rechtsfähige Berggewerkschaften, G. m. b. H., Hypothekenbanken und Schiffsbeleihungsbanken haben ihr Vermögen mit der Summe der Steuerkurswerte anzusetzen, die für die von ihnen ausgegebenen Aktien, sonstigen Anteile und Genußscheine festgesetzt worden sind. Auszugehen ist von dem Grund- oder Stammkapital bei Beginn des 1. 1. 1925. Dabei sind stets die vollen Steuerkurswerte maßgebend, und zwar auch dann, wenn das Grund- oder Stammkapital nicht voll eingezahlt ist. (Beispiel: Das Grundkapital einer A. G. belief sich bei Beginn des 1. 1. 1925 auf 2 Millionen RM und bestand ausschließlich aus Stammaktien; Genußscheine sind von der Gesellschaft nicht ausgegeben. Voller Steuerkurswert 97 RM, für je 100 RM Nennbetrag, Vermögenswert also 97 mal 20 000 = 1 940 000 RM).

In den Fällen, in denen die Umstellung des Grundkapitals auf Goldmark vor dem 1. 1. 1925 erfolgt ist, die festgesetzten Steuerkurse sich jedoch noch auf Papiermarknennbeträge beziehen, können der Berechnung des Vermögenswerts bei Zugrundelegung des Goldmarkgrundkapitals nicht Papiermarkkurse zugrunde gelegt werden. Bei Zugrundelegung von Goldmarknennbeträgen müssen vielmehr die festgesetzten Papiermarksteuerkurse in Goldmarkkurse umgerechnet werden; für die Umrechnung der Papiermarksteuerkurse in Goldmarkkurse ist das Umstellungsverhältnis der betreffenden Aktiengattungen maßgebend. (Beispiel: Das Grundkapital einer A. G. hat bei Beginn des 1. 1. 1925 2 Millionen RM betragen und bestand nur aus Stammaktien. Der Steuerkurs für die Stammaktien bezieht sich noch auf einen Papiermarknennbetrag; er beläuft sich auf 9,70 RM. für je 100 M Nennbetrag. Bei der Umstellung auf Reichsmark sind die Stammaktien von 1000 M auf 100 RM, mithin im Verhältnis von 10 : 1 umgestellt worden. Das Vermögen der A. G. ist daher mit 9,70 mal 10 mal 20 000 = 1 940 000 RM zu bewerten.)

2. Sind nicht für alle Gattungen von Aktien und Genußscheinen, die bei einer Gesellschaft bestehen, jedoch wenigstens für die gewöhnlichen Stammaktien der Gesellschaft, Steuerkurse festgesetzt worden, so sind bei der Feststellung des Vermögens nach der Summe der Steuerkurswerte die Gattungen von Aktien und Genußscheinen, für die Steuerkurse nicht festgesetzt worden sind, nach den Bestimmungen zu A II a 3 aa) bis cc) zu bewerten; wenn hiernach für eine Gattung der Verkaufswert maßgebend sein würde, ist von einer Bewertung nach der Summe der Steuerkurswerte Abstand zu nehmen.

3. Eine Bewertung des Vermögens von Gesellschaften nach der Summe der Steuerkurswerte kommt überhaupt nicht in Frage,

a) wenn für die gewöhnliche Stammaktie der Gesellschaft ein Steuerkurs nicht festgesetzt ist oder

b) wenn zwar für die gewöhnliche Stammaktie, jedoch nicht für die Vorzugsaktien oder Genußscheine der Gesellschaft ein Steuerkurs festgesetzt worden ist, sofern entweder die Umstellung des Grundkapitals auf GM nach dem 1. 1. 1925 erfolgt ist oder die Genußscheine nicht auf einen bestimmten Nennbetrag lauten."

Der Reichsfinanzminister hat die entsprechenden gesetzlichen Vollmachten, um diese Regelung als Verwaltungsdienstanweisungen vorzuschreiben. Um rechtlich bindende Richtlinien handelt es sich nicht, weil die im § 86 vorgeschriebene Zustimmung des Reichsrats noch nicht vorliegt. Im einzelnen ergibt sich hinsichtlich der Bewertung einer Gesellschaft, welche sowohl Stammaktien wie Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, wie Schutzaktien, wie auch Vorratsaktien besitzt und Obligationen hat, folgendes:

Die Obligationen scheiden aus. Die Stammaktien mit einfachem Stimmrecht werden zum Steuerkurs mit der Zahl der ausgegebenen Aktien multipliziert. Die Schutzaktien sind mit dem Steuerkurs der gewöhnlichen Stammaktien einzusetzen. Ueber die Unrichtigkeit dieser Bewertung ist im vorangegangenen Teil dieses Aufsatzes eingehend gesprochen worden. Die Ungerechtigkeiten, die sich namentlich bei dieser Art der Bewertung der Schutzaktien beim Einzelaktionär ergeben, sind hier im allgemeinen nicht so scharf, wie dort. Immerhin handelt es sich auch hier um ein allzu summarisches Verfahren. Die Vorratsaktien sind mit 10 pCt. des Steuerkurses der gewöhnlichen Stammaktien zu bewerten. Es ist also gleichgültig, welche Ansprüche die Gesellschaft entweder im Kontokorrentkonto oder sonst auf der Aktivseite ziffernmäßig als den aufschiebend bedingten Anspruch bei Auskehrung des künftigen Verkaufserlöses verbucht hatte.

Daß die Vorratsaktien nicht etwa schlechthin zu dem Kurs der Stammaktien zu bewerten sind, ist selbstverständlich. Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus der nach dem reinen Wortlaut vielleicht zu einigen Zweifeln Anlaß bietenden Anordnung unter II. Es würde sonst eine völlige Verkennung des Wesens der Vorratsaktien eintreten. Man könnte auch nicht die Berechnung dieser Vorratsaktien zum vollen Steuerkurs der begebenen Stammaktien etwa unter der Erwägung rechtfertigen, daß der Steuerkurs der begebenen Stammaktien infolge des Vorhandenseins der Vorratsaktien gedrückt ist, weil die Börse mit der Möglichkeit der Verwertung dieser Vorratsaktien rechnete und aus diesem Grunde die Nachfrage geringer und sogar die Börsenbewertung eine manipulierte war. Am 31. 12. 1924 waren diese Erwägungen noch nicht in dem Ausmaß vorhanden, wie sie heute an der deroutierten Börse zweifellos vorhanden sind. Außerdem würde diese Bewertungsart derartig summarisch sein, daß sie tatsächlich alle diejenigen sehr wichtigen ausschlaggebenden Momente außer acht läßt, unter deren Berücksichtigung doch allein diese Gesamtkursbewertung irgendeinen Anhaltspunkt für die Gesamtbewertung des Vermögens ergeben kann.

Die Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht sind entsprechend den besonderen Bestimmungen zu bewerten.

III.

Was die Schachtelgesellschaften anlangt, so ist der Besitz einer Gesellschaft an Aktien einer anderen d e u t s c h e n Gesellschaft auf alle Fälle in der Steuererklärung zu berücksichtigen. Er ist also zunächst mit anzugeben. In der im Formular vorhandenen besonderen Rubrik ist dieser Posten, wenn es sich um mindestens 25 pCt. Besitz des gesamten Aktienkapitals — einschließlich der Vorratsaktien — handelt, wieder abzusetzen. Daß die Vorratsaktien hierbei mit berücksichtigt werden müssen, scheint mir aus der Fassung des § 27 des Reichsbewertungsgesetzes hervorzugehen; denn auch die Vorratsaktien sind handelsrechtlich begebene Aktien, und man wird nach meinem Dafürhalten nur schwer unter starker Betonung der wirtschaftlichen Eigenart dieser Vorratsaktien zu einer anderen Auffassung gelangen können. Denn die 25prozentige Beteiligung soll eben eine Beteiligung am Aktienkapital sein und das Aktienkapital als solches steht fest. Im Unterschied zum amerikanischen Aktienrecht sind diese Vorratsaktien nicht reines Wasser, wenigstens aktienrechtlich nicht, wie die bekannten wiederholten Entscheidungen des Reichsgerichts ja auch bestätigen. Ich halte es deshalb nicht für möglich, die 25prozentige Beteiligung auf die wirklich begebenen Aktien derjenigen Gruppen zu beschränken, deren Gegenwert bereits in die Gesellschaftskasse hereingeflossen ist. Daß Schutzaktien bei der Bemessung der 25prozentigen Beteiligung mitzuzählen sind, erscheint mir sicher. Aber auch die Vorzugsaktien werden bei der Berechnung dieser Quote mit zu berücksichtigen sein; denn nach der Fassung des § 27 muß das gesamte Aktienkapital berücksichtigt werden. Die Vorzugsaktien gehören zum Aktienkapital.

§ 27 des Reichsbewertungsgesetzes hat folgenden Wortlaut:

„Ist eine inländische Gesellschaft der im § 26 Abs. 2 Nr. 1 bezeichneten Art als Muttergesellschaft an dem Vermögen einer unter die gleiche Vorschrift fallenden Tochtergesellschaft mindestens zu ¼ beteiligt, so bleibt der Wert dieser Beteiligung bei der Muttergesellschaft außer Ansatz; der Reichsminister der Finanzen (§ 86) kann über die Ermittlung des Wertes der Beteiligung nähere Bestimmungen treffen."

Hier wird allerdings vom V e r m ö g e n der Gesellschaft gesprochen. Das Vermögen ist aber nur nach aktienrechtlichen Vorschriften zu ermitteln und bedeutet das Grundkapital der Gesellschaft; zu diesem gehören eben nach den deutschen aktienrechtlichen Bestimmungen sowohl das Vorzugsaktienkapital, wie auch derjenige Teil der Stammaktien, der durch Vorrats- und Schutzaktien oder junge Aktien belegt ist.

Unterliegen Union-Zertifikate der Vermögens- und Einkommensteuer?

Von Dr. jur. **Richard Malss**, Berlin.

Die Rechtslage der Besitzer der von der Südafrikanischen Union für den beschlagnahmten deutschen Vorkriegsbesitz ausgegebenen Union-Zertifikate gegenüber dem Steuer-Fiskus hat sich durch die Bestimmungen des neuen Gesetzes über die Vermögens- und Erbschaftssteuer vom 10. August 1925 verschlechtert. Bisher wurde gemäß § 18, 2 des Reichsentlastungsgesetzes vom 4. 6. 1923 den Besitzern von Union-Zertifikaten eine Vergünstigung zuteil, in dem sie von der ersten Veranlagung zur Vermögenssteuer befreit waren. Durch § 21 des neuen Vermögenssteuergesetzes ist dieses Reservat sowohl für die Veranlagung des Kalenderjahres 1925 als für die späteren Kalenderjahre in Fortfall gekommen. Durch eine solche Verschärfung der steuerlichen Erfassung der Zertifikate unterscheidet mithin das Reich zwei Gruppen von Entschädigungsberechtigten, je nachdem die ehemals feindliche Macht oder das Deutsche Reich selbst als Schuldner auftritt. Denn die Gläubiger des Reiches erleiden durch das neue Gesetz keinerlei Verschlechterung, da nach wie vor die auf Grund des Reichsausgleichsgesetzes, des Liquidationsschädengesetzes und der Gewaltschädenverordnung gezahlten Beträge nicht zum steuerbaren Vermögen gerechnet werden. Dieser unterschiedlichen Behandlung der Enteigneten in steuerlicher Hinsicht liegt der Gedanke zu Grunde, daß diejenigen Personen, die nicht auf die Reichsentschädigung angewiesen sind, durch die ungleich höheren direkten Zahlungen der betreffenden ehemals feindlichen Mächte eine sehr erhebliche Besserstellung erfahren haben. Trotzdem erscheint es mir wenig wünschenswert, daß der Fiskus sich aus diesem dem deutschen Volksvermögen wieder zufließenden Kapitalbeträgen eine Steuerquelle verschafft, da diese Beträge in gleicher Weise wie die vom Reich ge-

währte steuerfrei gelassene Auszahlung von 2,2 pCt. des Friedensgoldwertes der beschlagnahmten nichtsüdafrikanischen Effekten den Charakter einer nur unvollkommenen Entschädigung besitzen, die letzten Endes mit einem erheblichen Verlust für den Empfänger abschließt. Ueberdies hat das Reich sich bereits auf Grund des § 26 des Reichsausgleichsgesetzes durch Bestellung eines gesetzlichen Pfandrechts an den Union-Zertifikaten den Zugriff auf diese Titel in den Fällen gesichert, in denen der betreffende Zertifikatsbesitzer Währungsschuldner im Ausgleichsverfahren geworden ist, und sich also der im Clearing zu zahlende Betrag bis zum Goldwert des freigegebenen Vermögens erhöht. Es hätte also meines Erachtens insbesondere im Hinblick auf die in dem neuen Steuer-Bukett angeblich zum Ausdruck gebrachten Milderungen die bisherige Rechtslage eine durchaus genügende Sicherheit für den Steuer-Fiskus dargestellt.

Es ist indessen mit Rücksicht auf die immerhin noch mäßigen Sätze der Vermögenssteuer eine Frage von erheblicherer Bedeutung, ob eine Erfassung der Union-Zertifikate auch auf Grund des Einkommensteuer-Gesetzes mit dessen hohen und progressiv stark steigenden Sätzen in irgendeiner Form möglich ist. Einzelne Finanzämter scheinen in letzter Zeit in dieser Richtung einen besonderen Eifer zu entfalten, indem sie versuchen, sich beim Reichsausgleichsamt Einblick in die vom Kustos gefertigten Abrechnungen, deren Kopien das Reichsausgleichsamt über das Auswärtige Amt erhält, zu verschaffen. Hierbei ist zunächst hervorzuheben, daß bei den s. Zt. mit der Südafrikanischen Union durch das Deutsche Generalkonsulat in Pretoria über die Erteilung von Kustosabrechnungen gepflogenen Verhandlungen von deutscher Seite die Versicherung gegeben worden ist, daß die dem Auswärtigen Amt zur Verfügung gestellten Kopien der Abrechnungen nicht zum Zwecke der steuerlichen Erfasssung der Zertifikate benutzt werden. Es wurde vielmehr s. Zt. erklärt, daß Einsichtnahme in diese Abrechnungen seitens der deutschen Behörden lediglich aus statistischem Interesse erwünscht sei. Das jetzige Gebaren der Finanzämter und deren Stellungnahme in dieser Frage ist aber mit dem in Südafrika dargelegten Gesichtspunkt nicht zu vereinbaren und von diesem Standpunkt aus unstatthaft.

Um zu untersuchen, in welcher Weise die Ausschüttungen des Kustos einkommensteuerpflichtig sein könnten, ist es von Bedeutung, die Technik des Abrechnungsverfahrens genauer zu betrachten.

Der Kustos unterscheidet zwischen den sogenannten Mines- und Final-Accounts. In den ersteren berechnet er zunächst die Liquidationserlöse der Shares und setzt zu der so errechneten Summe einen Betrag hinzu, in Höhe einer 4prozentigen Verzinsung des auf den 22. Juni 1916 errechneten Kurswertes der Shares für die Zeit vom 22. Juni 1916 bis zum Verkaufstage der Shares. Durch Zusammenfassung dieser beiden Beträge ergibt sich der Nominalbetrag des Union-Zertifikats. Voraussetzung der erwähnten Verzinsung ist jedoch, daß die Gesellschaften Dividenden bis zu dieser Höhe in den entsprechenden Jahren verteilt haben und daß die betreffenden Kapitalrechte an den Kustos übergegangen sind. Die Verzinsung setzt indessen für den Fall, daß der Verkauf der Shares vor dem 20. August 1920 erfolgt ist, von dem Tage des Verkaufs bis zum 20. August 1920 gänzlich aus, so daß also oft eine erhebliche Lücke in der Verzinsung entsteht. Der Mines-Account enthält außer dem oben erwähnten Zertifikat noch das sogenannte Cash-Payment, also eine Barzahlung in Höhe einer 4prozentigen Verzinsung des Liquidationserlöses der Shares vom Verkaufstage der Stücke bzw. dem 20. August 1920 bis zum Ausstellungstage des Zertifikats. Von diesem so errechneten Betrag werden die Spesen bei der Abrechnung mit dem Zertifikatsbesitzer abgezogen. Das sogenannte Final-Account hat ebenfalls ein Zertifikat zum Inhalt, das sich gemäß der Proklamation Nr. 308 vom Mai 1924 auf die seit Kriegsbeginn bis 22. Juni 1916 errechneten im Mines-Account nicht berücksichtigten Zinsen als Entgelt für die einbehaltenen Dividenden, jedoch im Höchstfalle bis zu 4 pCt. auf den Kapitalwert der Shares, nach dem Kurse vom 22. Juni 1916 gerechnet, erstreckt. Nachdem der Kustos aus dem von ihm durch Zurückhaltung eines gewissen Betrages gebildeten Fonds die Ansprüche von südafrikanischen Gläubigern gegen deutsche Schuldner in Südafrika befriedigt hat, kommt zu dem oben genannten Betrage noch eine Summe hinzu, die die Hälfte der im Mines-Account vom Kustos in Abzug gebrachten Quote von 10 pCt. plus 1 pCt. (Spesen) des Nominalbetrages des Zertifikats darstellt. Diese Rückzahlung erhöht sich von 5½ pCt. auf 10 pCt., sofern der Nominalbetrag des ersten Zertifikats £ 200.—.— nicht überschritten hat. Die wie vorstehend errechneten Beträge des Final-Accounts gelangen in Form eines neuen Zertifikats, also nicht etwa als Cash-Payment, zur Auszahlung, es sei denn, daß eine Verzinsung infolge der Dividendenlosigkeit der Shares nicht eintritt, also nur die Rückzahlung der Quote erfolgt. Unabhängig von den in den Mines- und Final-Accounts erwähnten Beträgen ist die 4prozentige Verzinsung der Zertifikate selbst, die zu den beiden jährlichen Fälligkeitsterminen — 30. Juni und 31. Dezember — zur Zahlung gelangt.

Die Finanzämter haben sich nun zum Teil auf den Standpunkt gestellt, daß das obengenannte Cash-Payment sowie das auf Grund des Final-Accounts ausgegebene Nachtrags-Zertifikat als Einkommen aus Kapitalvermögen gemäß § 6 Ziffer 5 des Einkommensteuergesetzes zu versteuern sind. Sie haben zur Begründung dieser Ansicht behauptet, daß diese Beträge nichts anderes als Zinsen des enteigneten Besitzes darstellen. Dieser Ansicht dürfte nicht beizutreten sein, soweit es sich nicht um die reguläre 4prozentige Verzinsung der Union-Zertifikate selbst handelt, die naturgemäß wie jedes andere Erträgnis eines Wertpapiers als Einkommen zu versteuern ist.

Die in Frage kommenden Beträge sind meines Erachtens nicht als ein wiederkehrender Genuß eines Rechts anzusehen, was für den Begriff der Zinsen bestimmend ist. Wollte man anderer Ansicht sein, so würde die logische Durchführung dieses Gedankens es für die Steuerbehörde notwendig machen, zunächst von dem Nominalbetrag des ersten Zertifikats denjenigen Teil, der sich als 4prozentige Verzinsung errechnet, abzutrennen und ihn der Einkommensteuer zu unterwerfen. Das wäre meines Erachtens ein Unding. Denn ganz abgesehen von den technischen Schwierigkeiten kann man ein Wertpapier begrifflich nicht zerteilen und das Effekt selbst als eine Zinsleistung ansehen und behandeln. Was nun das Cash-Payment anbetrifft, so entfällt hier naturgemäß obiges Argument. Ein wiederkehrender Genuß eines Rechts ist aber auch diese Zahlung nicht. Sie stellt vielmehr meines Erachtens nichts anderes dar, als einen Bestandteil der Entschädigung selbst, die aber in zweifacher Form, Zertifikat und Barzahlung, geleistet wird. Der Umstand, daß diese Zahlung vom Kustos rechnerisch als eine Verzinsung dargestellt wird kann darüber nicht hinwegtäuschen, daß diese Beträge nur an Stelle und als Entgelt für den Verlust der vom Kustos einbehaltenen Dividenden in Form einer einmaligen, also nicht wiederkehrenden Ausschüttung gewährt werden.

Was nun das Nachtrags-Zertifikat anbetrifft, so scheidet für die Frage der Einkommensteuerpflicht von vornherein der Teil desselben aus, der sich auf die Rückzahlung der vom Kustos bei Ausgabe des ersten Zertifikats einbehaltenen Quote von 11 pCt. bezieht, da ja um diesen Betrag das erste Zertifikat gekürzt wurde. Es müßte also, wollte man den Rest des Nachtrags-Zertifikats zur Steuer heranziehen, hier ebenfalls eine Zerteilung vorgenommen werden, die, wie oben dargetan, sinnwidrig ist. Abgesehen davon aber stellen auch die in diesem Nachtrags-Zertifikat enthaltenen sogenannten Zinsbeträge aus den gleichen Gründen wie das Cash-Payment nichts anderes als die Entschädigung selbst dar.

Wenn der südafrikanische Kustos bei seiner ursprünglichen Absicht geblieben wäre, eine spezialisierte Abrechnung überhaupt nicht zu erteilen — in der ersten Zeit wurden auch keine Mines-Accounts versandt —, sondern lediglich den Nominalbetrag des Zertifikats und den Endbetrag der Barausschüttung bekanntgegeben hätte, so wäre

die Steuerbehörde gar nicht auf den Gedanken gekommen, diese Entschädigungsbeträge zu zerpflücken und einen Teil derselben als einen Zinsgenuß anzusehen. Insbesondere hätte sie auch gar keine Möglichkeit einer Auseinanderrechnung gehabt.

Es liegt auf der Hand, daß durch das erste Zertifikat nur eine unvollkommene Teilentschädigung geleistet wird. Abgesehen davon, daß die Shares zu Schleuderkursen liquidiert worden sind, die sehr erheblich unter dem tatsächlichen Kurswert der Stücke lagen und daß die Zertifikate nur mit einem Disagio von etwa 20 pCt. zu verwerten sind, trifft den Enteigneten auch der oft sehr erhebliche Verlust sämtlicher über 4 pCt. hinausgehender Dividenden, ganz ungeachtet der Spesen des Kustos und der nicht wieder herausgegebenen Hälfte der zum Zwecke der Befriedigung der südafrikanischen Gläubiger zurückgehaltenen Quote.

Wirtschaftlich stellt also das Cash-Payment für den Empfänger keinen Zinsgenuß dar, sondern ist lediglich dazu angetan, die in Form des Zertifikats gewährte Entschädigung zu erhöhen, also den Verlust seines Vermögens zu verkleinern. Den vollen Wert der Shares würde der ehemalige Besitzer erst dann erlangen, wenn die aus der regulären 4prozentigen Verzinsung des Zertifikats ihm zufließenden Beträge zuzüglich des Cash-Payment eine Summe erreicht hätten, die den Kurswert der Effekten bei Kriegsbeginn entspräche. Das dürfte aber fast in allen Fällen, wenn überhaupt, so erst nach vielen Jahren eintreten.

Die Pfandbriefaufwertung.

Von Rechtsanwalt **Brink**, Berlin.

Die Aufwertung der Pfandbriefe und anderen Schuldverschreibungen von Grundkreditanstalten ist in dem 5. Abschnitt des Aufwertungsgesetzes geregelt; allerdings sind hier nur die wesentlichen Grundsätze für die Art dieser Aufwertung aufgestellt, während es der Reichsregierung überlassen war, zur Ergänzung der Vorschriften des Gesetzes die Anordnungen zu treffen, die sie zur Durchführung der Aufwertung für notwendig erachtet. Diese Bestimmungen sind nunmehr im Rahmen der allgemeinen Durchführungsverordnung zum Aufwertungsgesetz vom 29. 11. 1925 (RGBl. I S. 392 ff.) ergangen. Da somit nun die rechtliche Grundlage für die Aufwertung der Pfandbriefe wieder geschaffen worden ist, ist ein Ueberblick darüber möglich, wie sich das Aufwertungsverfahren für sie gestalten soll.

Das Aufwertungsgesetz hat die Aufwertungsbestimmungen der 3. Steuernotverordnung nicht nur in ihrem formellen Aufbau, sondern bekanntlich auch materiell in wesentlichen Punkten geändert. Fast wörtlich ist aus ihr jedoch die Bestimmung des § 47 des AufwGes. übernommen, nach der Ansprüche aus Pfandbriefen und verwandten Schuldverschreibungen der Grundkreditanstalten in der Weise aufgewertet werden, daß „die Teilungsmasse gleichmäßig unter die Gläubiger im Verhältnis der Goldmarkbeträge ihrer Ansprüche verteilt wird". Diese Vorschrift galt unter der Herrschaft der 3. Steuernotverordnung nur für die Schuldverschreibungen derjenigen Grundkreditanstalten, bei denen die Gläubiger an der Pfandbriefdeckung ein Pfandrecht oder ein Recht auf vorzugsweise Befriedigung im Konkurse haben, also in erster Linie für die Schuldverschreibungen der Hypothekenbanken, nicht dagegen für diejenigen der meisten Landschaften und andern öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten. Daß dieser Grundsatz sich mit Notwendigkeit aus der Struktur des Hypothekenbankgeschäftes ergibt, ist auch in den Kämpfen um die Aufwertungsregelung von keiner Seite bestritten worden. Der Reichstag hat deshalb eine Aenderung dieses Prinzipes niemals erwogen, sondern es vielmehr auf sämtliche Grundkreditanstalten, privatrechtlichen Kommunalkreditanstalten, Schiffsbeleihungsbanken und Ablösungsanstalten ausgedehnt. Außerdem sind die Länder ermächtigt worden (§ 51 Abs. 3 des AufwGes.), die Aufwertung von Ansprüchen aus Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten, abweichend von den Vorschriften der §§ 51—54, auf der Grundlage der §§ 47—50 zu regeln, soweit diese auf die bezeichneten Schuldverschreibungen nicht ohnehin Anwendung finden.

Auf dieser Grundlage aufbauend, hat die Reichsregierung in dem 4. Abschnitt der Durchführungsverordnung vom 29. 11. d. J. die Aufwertung der Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen in erster Linie für die Hypothekenbanken im einzelnen geregelt. Diese Vorschriften finden grundsätzlich auch auf die Schuldverschreibungen von anderen privatrechtlichen Grundkreditanstalten, von privatrechtlichen Kommunalkredit- und Ablösungsanstalten sowie von Schiffsbeleihungsbanken Anwendung, wobei jedoch die Landesbehörden für sie noch nähere Anordnungen treffen können. Für die öffentlich-rechtlichen Grundkredit- und Ablösungsanstalten dagegen sollen die obersten Landesbehörden selbst die Durchführungsbestimmungen erlassen. Auf Grund dieser Ermächtigung hat die preußische Regierung am 10. 12. 1925 (Pr. GesS. S. 169) eine Durchführungsverordnung für die Schuldverschreibungen der Landschaften, Stadtschaften, Pfandbriefämter und gleichartigen öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten sowie der Landeskulturrentenbanken erlassen.

Nach dem Grundsatz des § 47 des AufwGes. ist in gleicher Weise wie nach der 3. Steuernotverordnung aus den aufgewerteten Hypotheken und sonstigen Werten, die zur Deckung der Schuldverschreibungen einer Grundkreditanstalt dienen, eine Teilungsmasse zu bilden, die für die Inhaber dieser Schuldverschreibungen zu verwalten, zu liquidieren und deren Erlös unter sie gleichmäßig im Verhältnis der Goldmarkbeträge ihrer Ansprüche zu verteilen ist. Dieses Liquidationsverfahren umfaßt also

1. die Bildung der Teilungsmasse (Aktiv-Masse) (Art. 58—60 sowie Art. 67—77 der DfVo.),
2. die Feststellung der Ansprüche der Pfandbriefgläubiger, die an der Liquidation teilnehmen (Passiv-Masse) (Art. 61—66 sowie Art. 78—83),
3. die Verteilung der Masse (Art. 83—91).

Zu der Teilungsmasse gehören nach § 48 des Gesetzes nunmehr nicht nur die Hypotheken, Grundschulden, Wertpapiere und Forderungen, die bei Ablauf des 13. 2. 1924 im Hypothekenregister (§ 22 des Hypothekenbankgesetzes) eingetragen waren sowie die ersatzweise der Deckung zugeführten Geldbeträge, sondern auch die Werte, die früher zur Deckung gehört haben, soweit die Aufwertung 15 pCt. des Goldmarkbetrages übersteigt oder soweit sie auf Grund der Vorschriften über die Rückwirkung erfolgt. Der für die 3. Steuernotverordnung gültige Grundsatz, daß zur Teilungsmasse nur diejenigen Hypotheken gerechnet werden können, die bei Inkrafttreten der Verordnung noch im Register eingetragen waren, ist also zugunsten der Pfandbriefgläubiger durchbrochen worden. Wie weit allerdings aus den bereits gelöschten Hypotheken ein Erträgnis für die Teilungsmasse gewonnen werden kann, ist vorläufig noch nicht abzusehen. In zahlreichen Fällen wird jedenfalls der dingliche Aufwertungsanspruch nicht geltend gemacht werden können, weil die Vorschriften über den öffentlichen Glauben des Grundbuches entgegenstehen (§ 20 des AufwGes.). Daß gerade in der Inflationszeit die Grundstücke vielfach den Besitzer gewechselt haben, ist bekannt. Aber auch wenn nach der Löschung der Hypothek ein Besitzwechsel nicht stattgefunden hat, wird der Wert des Aufwertungsanspruches schon durch jede inzwischen eingetragene wertbeständige Hypothek, die der Aufwertungshypothek im Range vorgeht, in erheblicher Weise beeinträchtigt. Hinzu kommt, daß nach § 15 des Gesetzes die Aufwertung kraft Rückwirkung durch die Aufwertungsstellen unter sehr erleichterten Voraussetzungen ganz oder zum Teil ausgeschlossen werden kann. Ein Mitglied des Reichstages, das im Aufwertungsausschuß

an der Schaffung des Gesetzes an hervorragender Stelle mitgewirkt hat, hat sich nachträglich zu der Ansicht bekehrt, daß 95 pCt. aller Rückwirkungshypotheken für den früheren Gläubiger aus den angegebenen Gründen ertraglos bleiben werden. Wenn diese Auffassung vielleicht auch zu pessimistisch ist, so ist doch schon jetzt zu erkennen, daß der Ertrag aus diesen Hypotheken in vielen Fällen kaum die besonders umfangreiche Arbeit lohnen wird, welche die Grundkreditanstalten für ihre Abwicklung aufwenden müssen.

Die aus diesen Werten gebildete Teilungsmasse ist ausschließlich für die Inhaber der aufzuwertenden Pfandbriefe reserviert, so daß andere Gläubiger der Grundkreditanstalt sie nicht in Anspruch nehmen können. So bestimmt denn auch § 59 Abs. 3 ausdrücklich, daß während der Dauer des Verteilungsverfahrens Arreste und Zwangsvollstreckungen in die Teilungsmasse nicht stattfinden. Ist über das Vermögen der Hypothekenbank Konkurs eröffnet, so findet in Ansehung der Befriedigung aus der Masse § 35 Abs. 1 HBG. entsprechende Anwendung; die Forderungen der an der Liquidation teilnehmenden Pfandbriefgläubiger gehen also allen anderen Konkursgläubigern vor. Für die sonstigen Gläubiger der Anstalt, insbesondere die Inhaber der von ihr ausgegebenen wertbeständigen Schuldverschreibungen, scheidet die Teilungsmasse wirtschaftlich aus dem Vermögen der Anstalt aus; sie ist deshalb, wie Art. 59 Abs. 1 bestimmt, gesondert von dem sonstigen Vermögen der Anstalt zu verwalten.

Diese Verwaltung erstreckt sich zunächst auf die Feststellung der Aktivmasse, also insbesondere auf die Berechnung des Goldmarkbetrages der zu ihr gehörigen Hypotheken, aus dem sich, allerdings vorläufig nur theoretisch, deren Aufwertungsbetrag ergibt. Diese bei der großen Zahl der Hypotheken sehr umfangreiche Arbeit ist bereits nach Erlaß der 3. Steuernotverordnung für diejenigen Hypotheken begonnen worden, die schon nach den früheren Bestimmungen der Aufwertung unterlagen; doch mußten diese Berechnungen nach den veränderten Vorschriften des Aufwertungsgesetzes auch für diese Hypotheken von neuem in Angriff genommen und nunmehr auf die Rückwirkungshypotheken ausgedehnt werden. Da für diese das Anmeldungsverfahren gemäß § 16 des Gesetzes bis zum 1. Januar 1926 durchzuführen ist, haben sich die Grundkreditanstalten bisher in erster Linie dieser Arbeit widmen müssen. Besonders schwierig ist die Berechnung des Aufwertungsbetrages für die Tilgungshypotheken. Für sie bestimmt Art. 68 der Durchführungsverordnung, daß die nach dem 31. Dezember 1922 angenommenen planmäßigen Tilgungsbeträge für die Berechnung des Aufwertungsbetrages außer Betracht bleiben. Diese Vorschrift, die bereits unter der Herrschaft der 3. Steuernotverordnung Geltung hatte, schädigt die Schuldner dieser Hypotheken nicht, da Tilgungsbeträge im Jahre 1923 kaum noch geleistet worden sind. Soweit dies aber ausnahmsweise doch der Fall gewesen sein sollte, werden sie in der Regel von der Anstalt nicht gebucht worden sein, weil die Kosten der Buchung höher gewesen wären als der Tilgungsbetrag selbst. Darüber hinaus bestimmt Art. 68 Abs. 2, daß die in der Zeit vom 15. Juni bis 31. Dezember 1922 angenommenen planmäßigen Tilgungsbeträge nur in Höhe ihres Goldmarkbetrages auf den Aufwertungsbetrag angerechnet werden, auch wenn die im § 16 des Gesetzes vorgeschriebene Anmeldung nicht erfolgt ist. Ohne diese Vorschrift müßte für alle in dieser Zeit geleisteten Tilgungsbeträge, seien es auch noch so geringfügige Summen, das umständliche Anmeldungsverfahren durchgeführt werden; dies aber hätte die schon überlasteten Aufwertungsstellen vollends erdrückt.

Ist die Berechnung des Aufwertungsbetrages erfolgt, so kann die Anstalt die Eintragung dieses Betrages in das Grundbuch, und zwar in Goldmark (Art. 1 der DfVo.) beantragen. Bei bereits gelöschten Hypotheken kann die Wiedereintragung allerdings erst erfolgen, nachdem die Einspruchsfrist gegen den Eigentümer abgelaufen oder nachdem durch rechtskräftige Entscheidung festgestellt ist, daß ein wirksamer Vorbehalt der Rechte vorliegt oder eine Rückwirkung stattfindet (§ 16 Abs. 2 des AufwGes., Art. 15 der DfVo.). In den Fällen, in denen von dem Eigentümer oder persönlichen Schuldner ein Antrag auf Herabsetzung oder völligen Ausschluß der Aufwertung gemäß §§ 8 oder 15 des Gesetzes gestellt worden ist, hat die Aufwertungsstelle über die Höhe des Aufwertungsbetrages zu entscheiden. Zuständig ist nach Art. 118 der DfVo. das Amtsgericht, in dessen Bezirk das Grundbuch geführt wird, also nicht mehr wie nach § 24 der 3. DfVo. zur 3. StNoVo. die Aufwertungsstelle, in deren Bezirk die Bank ihren Sitz hat. Diese Aenderung wird naturgemäß die durch die Verwaltung der Masse entstehenden Kosten erheblich erhöhen, da die Anstalt in weit höherem Maße als bisher für die Verhandlungen vor den Aufwertungsstellen bezahlte Vertreter heranziehen muß. Daß die Herabsetzungsanträge sehr zahlreich sein werden, läßt sich schon jetzt erkennen, obwohl viele Schuldner den Antrag erst kurz vor Ablauf der ihnen gesetzten Frist stellen werden.

In die Teilungsmasse fließen, wie Art. 58 der DfVo. bestimmt, außer den Zinsen der Deckungswerte sämtliche zu ihrer Tilgung eingehenden Leistungen sowie die durch die Anlegung der Teilungsmasse gewonnenen Erträge. Nach § 25 des AufwGes. braucht der Hypothekenschuldner den Aufwertungsbetrag bekanntlich frühestens am 1. Januar 1932 zu zahlen. Er ist jedoch berechtigt, ihn drei Monate nach Kündigung schon vor diesem Zeitpunkt zu entrichten. Für diese vorzeitige Zahlung bestimmt Art. 21 der DfVo., daß der Barwert des Aufwertungsbetrages und der Zinsen unter Berücksichtigung eines Zwischenzinses zu entrichten ist, für dessen Berechnung bis zur anderweitigen Regelung durch die Reichsregierung ein Zinsfuß von 9 pCt. jährlich zugrunde zu legen ist. Hiernach braucht der Schuldner einer Hypothek, deren Aufwertungsbetrag sich auf 10 000 M beläuft, am 1. Januar 1926 nur 7786 M zu zahlen; er kann also einen Abzug von 22,14 pCt. machen. Dieser Abschlag ist unverhältnismäßig groß, denn es ist durchaus nicht gewiß, daß der allgemeine Zinsfuß selbst noch im Jahre 1931 diese anormale Höhe behalten wird, viel weniger noch kann damit gerechnet werden, daß die zurückgezahlten Beträge von dem Gläubiger bis zum Jahre 1932 durchweg zu 9 pCt. angelegt werden können. Insbesondere gilt dies für die Grundkreditanstalten, da diese die Rückzahlungen für eine Ausschüttung der Teilungsmasse liquide halten müssen und sie im Interesse der Pfandbriefgläubiger nur zu völlig sicheren Anlagen verwenden dürfen. Die Reichsregierung hat sich allerdings in dem Art. 21 die Möglichkeit vorbehalten, für die Berechnung des Zwischenzinses einen anderen Zinssatz festzusetzen; aber auch wenn später ein niedrigerer Zinsfuß zugrunde gelegt wird, nützt dies nichts mehr für die Rückzahlungen, die bis dahin erfolgt sind. Geschädigt werden durch den hohen Abschlag naturgemäß die Pfandbriefgläubiger, da die Teilungsmasse dadurch verringert wird.

Von den Bestimmungen der Durchführungsverordnung über die Hypothekenaufwertung ist für die Pfandbriefgläubiger ferner die Vorschrift des Art. 18 von Interesse, welche die Anrechnung von Pfandbriefen regelt, die zur Erfüllung einer Hypothek statt barer Zahlung hingegeben worden sind. Dies war bei den Landschaften die Regel, da deren Hypothekenschuldner das Darlehen ebenfalls in Pfandbriefen erhalten hatten. Aber auch Hypothekenbanken haben in der Inflationszeit zum Teil Rückzahlungen in Pfandbriefen angenommen. Grundsätzlich sollen diese Pfandbriefe in Höhe ihres Nennbetrages auf den Nennbetrag der Hypothek angerechnet werden (Abs. 1); doch ist, falls die Leistung in der Zeit vom 15. 6. 1922 bis 13. 2. 1924 oder unter Vorbehalt der Rechte angenommen worden ist, der Goldmarkwert der hingegebenen Pfandbriefe auf den Goldmarkwert der Hypothek anzurechnen (Abs. 2). Als Goldmarkbetrag gilt für Pfandbriefe, die vor dem 1. 1. 1918 ausgegeben sind, der Nennbetrag (§ 2 Abs. 2 des AufwGes.). Für alle Rückzahlungen in Vorkriegspfandbriefen, um die es sich in den

meisten Fällen handeln wird, bedeutet also die Sonderbestimmung des Art. 18 Abs. 2 keine Verbesserung. Sie ist für den Gläubiger weit ungünstiger als die Vorschrift des § 18 des AufwGes., nach der Barbeträge unter der gleichen Voraussetzung nur in Höhe ihres Goldmarkbetrages *zur Zeit der Zahlung* angerechnet werden. Da die Schuldner zumeist Vorkriegspfandbriefe mindestens in Höhe des Goldmarkwertes der Hypothek hingegeben haben, ist aus diesen Hypotheken ein weiterer Ertrag für die Teilungsmasse nicht mehr zu erzielen. Hat der Schuldner bereits mehr geleistet, als er zu leisten verpflichtet war, so behält es dabei sein Bewenden (Art. 23 der DfVo.). Die Vorschrift des Art. 19 der DfVo. über die Aufrechnung von Aufwertungsforderungen findet, wie Abs. 2 ausdrücklich besagt, *keine* Anwendung auf Hypotheken der Pfandbriefanstalten einerseits und Pfandbriefe andererseits, da hier die Gegenforderung aus einer Teilungsmasse zu befriedigen ist.

Art. 18 der DfVo. regelt die Rückzahlung von Hypotheken in Pfandbriefen nur für die Vergangenheit; dagegen trifft Art. 74 die Bestimmung, daß auch *in Zukunft* die Hypotheken der Grundkreditanstalten, soweit sie zur Teilungsmasse gehören, *in Pfandbriefen der Anstalt zurückgezahlt* werden können, auch wenn die Schuldner nach dem Vertrage hierzu nicht berechtigt sind. Dieser Eingriff in das Vertragsverhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner ist mit den Vorschriften des Aufwertungsgesetzes kaum zu vereinbaren. Nach dem Gesetz sollen, ebenso wie nach der 3. Steuernotverordnung, die vertraglichen Bestimmungen zwischen den Parteien unberührt bleiben, soweit sie nicht ausdrücklich geändert worden sind. Dies ergibt sich aus dem Gesamtaufbau des Gesetzes und ist insbesondere in § 25 Abs. 1 zum Ausdruck gebracht. Soweit also der Schuldner nach den bisherigen Vertragsbestimmungen verpflichtet war, die Hypothek bar zurückzuzahlen, gilt dies auch für die Zahlung des Aufwertungsbetrages. Das Aufwertungsgesetz hat hieran nichts geändert, vielmehr ist in den §§ 25 ff., welche die Ueberschrift „Rückzahlung" tragen, ausdrücklich angeordnet, wann und in welcher Weise der Aufwertungsbetrag zu „zahlen" ist. Das Gesetz hat also nicht bestimmt, daß der Darlehnsschuldner an Stelle des empfangenen Geldes (§ 607 BGB.) Pfandbriefe, also eine andere Sache, an Zahlungs Statt leisten darf. Aber auch sachlich waren gegen die Bestimmung, jedenfalls in ihrer ursprünglichen Fassung, erhebliche Bedenken geltend zu machen. Denn die Rückzahlung darf den Hypothekenschuldnern, wenn die Pfandbriefgläubiger nicht erheblich geschädigt werden sollen, nur in der Weise gestattet werden, daß hierbei das Verhältnis der Aktivmasse, also das tatsächlich aus den Aufwertungshypotheken zu erwartende Ergebnis, zu der Passivmasse, dem Goldmarkbetrage des Pfandbriefumlaufs, berücksichtigt wird. Dieser Forderung ist nunmehr in Art. 74 Rechnung getragen worden, und zwar soll die Hypothekenbank mit Zustimmung der Aufsichtsbehörde die *Menge* der Pfandbriefe öffentlich bekanntmachen, die für die Rückzahlung nach Maßgabe des Verhältnisses der Aktiv- zur Passivmasse erforderlich ist. Diese Quote kann vorläufig noch von keiner Grundkreditanstalt angegeben werden, da die endgültige Höhe der Aktiv- und Passivmasse unbekannt sind und insbesondere zur Zeit noch nicht geschätzt werden kann, welchen Aufwertungsbetrag die zur Masse gehörigen Hypotheken bringen werden. Trotzdem sollen die Anstalten der Aufsichtsbehörde die erforderlichen Angaben bereits gegen Ende des Jahres 1926 machen, da das Recht des Schuldners, die Hypothek in Pfandbriefen zurückzuzahlen, am 1. 1. 1927 beginnt. Bis zu diesem Zeitpunkt kann dieser die Schuld nur in bar zurückzahlen, auch wenn er nach dem Vertrage zur Rückzahlung in Pfandbriefen berechtigt ist.

Diese, in den letzten Wochen viel umstrittene Vorschrift, ist nicht nur, wie man annehmen sollte, von den Hypothekenschuldnern, sondern auch von einem vor kurzer Zeit gegründeten Schutzverband der Pfandbriefgläubiger gefordert worden, obwohl diese den geringsten Nutzen von ihr haben werden. In erster Linie kommt sie den Hypothekenschuldnern zugute, von den Pfandbriefgläubigern vor allem denjenigen, die in der Inflationszeit Pfandbriefe zu einem geringfügigen Goldmarkbetrage erworben haben und diese jetzt möglichst vorteilhaft verkaufen möchten. Die Kurssteigerung der Pfandbriefe, die von dem Schutzverband infolge der erhöhten Nachfrage erwartet wird, wird kaum den wirklichen Wert der Pfandbriefe erreichen. Der Pfandbriefgläubiger, der, angelockt durch diese Kurserhöhung, seine Wertpapiere verkauft, gibt sie also unter ihrem wahren Werte fort und verliert damit den Anspruch auf die höhere Verteilungsquote. Bei der von den Hypothekenbanken beabsichtigten Ausgabe von Goldpfandbriefen gemäß § 84, auf die weiter unten eingegangen werden soll, behält der Pfandbriefgläubiger dagegen neben den Goldpfandbriefen das Recht auf die endgültige Ausschüttung der Masse. In richtiger Erkenntnis dieser Gefahren hat deshalb auch der Schutzverband der Hypotheken-, Pfandbrief- und Obligationengläubiger in Bayern gegen die generelle Genehmigung, Aufwertungshypotheken durch Pfandbriefe heimzuzahlen, Widerspruch erhoben, „da durch eine solche Regelung die Sparer gezwungen würden, an einer wohl ausartenden Börsenspekulation sich zu beteiligen, wobei nur die rücksichtslosesten Spekulanten, zu denen Pfandbrief-Sparergläubiger niemals gehört haben, einen Vorteil erringen würden" (Münchner Neuste Nachrichten Nr. 328 vom 27. 11. 1925).

Für die Rückzahlung der *Tilgungshypotheken*, die bei einigen Grundkreditanstalten eine erhebliche Rolle spielen, bestimmt das Aufwertungsgesetz (§ 29) lediglich, daß die Verpflichtung zur Leistung von Tilgungsbeträgen bis zum 1. 1. 1926 ruht und daß unter bestimmten Voraussetzungen von der Aufwertungsstelle ein höherer als der vereinbarte Tilgungssatz festgesetzt werden kann. In Ergänzung dieser Vorschrift ist in Art. 69 der DfVo. angeordnet, daß die Aufwertungsstelle auf Antrag der Grundkreditanstalt die Tilgungshypothek unter Aufhebung des Tilgungsplanes in eine durch bestimmte Zahlungen zu tilgende Hypothek umwandeln kann. Wenn der zu tilgende Restbetrag 500 GM nicht übersteigt oder gegenüber der ursprünglichen Schuld verhältnismäßig geringfügig ist, kann die Aufwertungsstelle bestimmen, daß das Restkapital der Tilgungshypothek am 1. 1. 1932 zurückzuzahlen ist. Auch ohne die Anrufung der Aufwertungsstelle kann die Hypothekenbank die Rückzahlung der Tilgungshypothek unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von einem Jahre bis zum 1. 1. 1938 verlangen (Art. 70 Abs. 3).

Das umständliche Verfahren von den Aufwertungsstellen, die bei ihrer Ueberlastung mit anderen Aufgaben für die Regelung dieser Fragen in den nächsten Monaten kaum die nötige Zeit finden werden, kann durch eine Vereinbarung mit dem Schuldner ersetzt werden, da Vereinbarungen über die Aufwertung nach § 67 Abs. 3 des Gesetzes auch in Zukunft getroffen werden können. Alle Vereinbarungen der Hypothekenbanken müssen allerdings nach Art. 72 der DfVo. von der Aufsichtsbehörde genehmigt werden. Diese Bestimmung kann der Bank die Abwicklung der Hypotheken wesentlich erschweren. Unter der Geltung der 3. Steuernotverordnung hat sie sich oft als nachteilig für die Pfandbriefgläubiger erwiesen, da in vielen Fällen ein für die Teilungsmasse günstiger Vergleich nicht abgeschlossen werden konnte, weil die Zustimmung der Aufsichtsbehörde nicht rechtzeitig zu erreichen war. Dies kann aber dadurch verbessert werden, daß die Aufsichtsbehörde für die Vereinbarungen bestimmte Grundsätze aufstellt und innerhalb dieser Grenzen eine generelle Genehmigung erteilt. Auch kann sie die Entscheidung für einzelne Fälle nach Art. 90 der DfVo. einer anderen Stelle, also z. B. dem Treuhänder der Bank übertragen. Im übrigen ist nunmehr für den Abschluß von Vergleichen eine Richtschnur in Art. 21 der DfVo. gegeben, der den Zwischenzins für die vorzeitigen Zahlungen bestimmt.

Trotz dieses hohen Zwischenzinses werden die Schuldner der Aufwertungshypotheken voraus-

sichtlich nur in geringem Umfange von dem Recht der vorzeitigen Rückzahlung Gebrauch machen, da die gesetzlichen Zinsen (§ 28 des Gesetzes) außerordentlich niedrig sind und neuer Realkredit z. Z. nur zu schwereren Bedingungen zu erhalten ist. Soweit also den Schuldner nicht besondere Gründe zur vorzeitigen Rückzahlung bewegen, werden in die Teilungsmasse an Barbeträgen bis zum Jahre 1932 hauptsächlich die Zinsen und die Tilgungsbeträge der Aufwertungshypotheken fließen. Allerdings ist zu erwarten, daß viele Schuldner von der Erlaubnis, die Hypothek in Pfandbriefen zurückzuzahlen, Gebrauch machen werden, sofern sie die Pfandbriefe noch zu einem Kurs erwerben können, der die Rückzahlung für sie besonders günstig macht. Durch diese Rückzahlungen wird aber der Barbestand der Teilungsmasse nicht vergrößert. Die eingegangenen Geldbeträge sind gemäß Art. 59 von der Grundkreditanstalt verzinslich anzulegen. Welche Anlage im einzelnen Falle für diese Gelder zu wählen ist, konnte die DfVo. naturgemäß nicht vorschreiben; dies ist vielmehr dem pflichtgemäßen Ermessen der Anstalt überlassen. Für die Hypothekenbanken kommen hierbei diejenigen Anlagen in Frage, die ihnen das Hypothekenbankgesetz gestattet. Daß die Geldbeträge nur zu völlig sicheren Anlagen verwendet werden, ist daher gewährleistet. Sie werden aber auch so angelegt werden müssen, daß sie für eine etwaige Barverteilung flüssig gemacht werden können.

Von allen in die Teilungsmasse fließenden Eingängen kann die Grundkreditanstalt 8 pCt. als Verwaltungskostenbeitrag in Anspruch nehmen (Art. 77 der DfVo.). Diese Bestimmung beruht auf § 48 des AufwGes., nach der von der Teilungsmasse ein Verwaltungskostenbeitrag abzuziehen ist, der von der Regierung bestimmt werden sollte. Wenn die Regierung diesen Betrag nicht, wie das Gesetz zuläßt und wie es ursprünglich beabsichtigt war, auf 10 pCt. festgesetzt hat, so ist hierbei die Höhe der den Anstalten durch die Verwaltung und Liquidation der Masse entstehenden Kosten bedauerlicherweise unterschätzt worden. Allerdings kann ein Außenstehender kaum beurteilen, welch riesige Arbeit die Hypothekenbanken bei der Durchführung der Aufwertung ihrer Hypotheken und Pfandbriefe zu leisten haben und wie groß die Kosten sind, die ihnen hierdurch entstehen. Die Hypothekenbanken müssen nicht nur ihr gesamtes Personal für die Aufwertungsarbeiten verwenden, sondern hierfür noch neue Hilfskräfte einstellen. Sicher ist jedenfalls, daß für die Pfandbriefgläubiger die Liquidation der Masse durch die Hypothekenbanken am vorteilhaftesten ist. Denn nur die Banken kennen die Verhältnisse der zahllosen zur Masse gehörenden Hypotheken, insbesondere die Leistungsfähigkeit des Schuldners und des belasteten Grundstücks, ihnen steht ihre große Erfahrung auf dem Gebiete des Grundkredits zur Seite und nur sie verfügen über einen eingespielten Apparat, den sie während der Inflationszeit erhalten haben und der von einem Treuhänder erst mühsam aufgebaut werden müßte. Aus guten Gründen hat der Gesetzgeber daher die Verwaltung der Teilungsmasse den Banken überlassen und sie nicht wie bei den Sparkassen und Versicherungsunternehmungen einem Treuhänder übertragen.

Nach Art. 76 der DfVo. soll die Hypothekenbank zu der Teilungsmasse aus ihrem sonstigen Vermögen einen Beitrag leisten, wenn es ihre wirtschaftlichen Verhältnisse angemessen erscheinen lassen. Die Aufsichtsbehörde, welche die Entscheidung hierüber trifft, wird hierbei zu berücksichtigen haben, daß in der Teilungsmasse bereits ein recht erheblicher Beitrag aus dem eigenen Vermögen der Bank stecken wird. Denn die Hypothekenbanken haben vielfach ihr eigenes Vermögen in Hypotheken angelegt, die in das Hypothekenregister eingetragen wurden. Diese Hypotheken aber fallen ebenso wie alle anderen Werte, die bei Ablauf des 13. Februar 1924 in dem Register verzeichnet waren, nach § 48 des AufwGes. in die Masse. Der Kommentar von Schlegelberger für die 3. DfVo. zur 3. Steuernotverordnung weist ferner hierzu darauf hin, daß nicht der Vermögensstand der Bank, sondern ihre „wirtschaftlichen Verhältnisse" entscheiden sollen. Darin liege ein wesentlicher Unterschied. Auch bei einem hohen Vermögen könne ein Beitrag nicht angemessen erscheinen, wenn dieses Vermögen der Bank zur Aufrechterhaltung ihres Geschäftsbetriebes und ihres durch die Einbeziehung der Grundkreditanstalten in die Gesamtwirtschaft bestimmten Tätigkeitskreises unangetastet bleiben müsse. Bei dieser Sachlage wird in der Regel von den Banken ein Zuschuß kaum gefordert werden können, zumal der Verwaltungskostenbeitrag im Vergleich zu der 3. Steuernotverordnung sehr niedrig bemessen worden ist.

Die zweite Aufgabe der Hypothekenbanken ist die Feststellung der Passivmasse, die sich vorläufig auf die Berechnung des Goldmarkbetrages der an der Liquidation teilnehmenden Pfandbriefe beschränkt. Als Goldmarkbetrag gilt nach § 2 Abs. 2 des AufwGes. für Pfandbriefe, die vor dem 1. Januar 1918 ausgegeben sind, der Nennbetrag. Sind die Schuldverschreibungen später ausgegeben, so wird der Nennbetrag nach Maßgabe des Wertverhältnisses umgerechnet, das in dem AufwGes. für den Tag der Ausgabe bestimmt ist. Diese Vorschriften ergänzt Art. 79 der DfVo., nach dem als Ausgabetag jeder Pfandbriefserie der Tag gilt, an dem der Treuhänder zuerst Pfandbriefe dieser Serie mit der durch § 30 Abs. 3 des HBG. vorgeschriebenen Bescheinigung versehen hat. Ist die Pfandbriefserie teils vor, teils nach dem 31. Dezember 1917 ausgegeben, so kann die Aufsichtsbehörde auf Antrag der Bank für diese Serie eine Durchschnittsberechnung festsetzen. Diese Bestimmungen, die bereits für die 3. Steuernotverordnung Geltung hatten, und die sich bewährt haben, mußten selbstverständlich auch für das Aufwertungsgesetz aufrechterhalten bleiben, da sich die Kursbewertung der Pfandbriefe auf diese Grundlage eingestellt hatte. Der Vorzug dieser Vorschrift ist, daß sie für jede Pfandbriefserie einen einheitlichen Ausgabetag festsetzt, wodurch ihr weiterer Handel an der Börse ermöglicht wird. Dies war aber im Interesse der Pfandbriefgläubiger, die ihre Wertpapiere verkaufen wollen, unbedingt geboten. Der gleiche Grundsatz ist nunmehr in Art. 30 der DfVo. auch für Industrieobligationen, allerdings in umständlicher Form, durchgeführt.

Für die 3. Steuernotverordnung galt ebenfalls schon die Vorschrift des Art. 80 der DfVo., nach der ein Gläubiger, der Pfandbriefe auf Grund eines Umtauschangebotes der Hypothekenbank Zug um Zug im Umtausch gegen andere Pfandbriefe erhalten hat, verlangen kann, daß bei der Aufwertung seiner Pfandbriefe der Goldmarkbetrag der umgetauschten Pfandbriefe berücksichtigt wird. Durch die jetzige, veränderte Fassung ist klargestellt worden, daß die Bestimmung keine Anwendung auf diejenigen Fälle findet, in denen der Pfandbriefbesitzer seine alten Pfandbriefe verkauft und, vielleicht bei einer anderen Bank, neue Pfandbriefe erworben hat. Will ein Pfandbriefgläubiger von dieser Vorschrift Gebrauch machen, so hat er dies bis zum 30. Juni 1926 bei der Hypothekenbank zu beantragen.

An der Verteilung der Masse nehmen alle Inhaber von Pfandbriefen teil, und zwar ohne Rücksicht darauf, ob ihre Pfandbriefe etwa bereits gekündigt oder ausgelost sind. Befinden sich die gekündigten oder ausgelosten Stücke noch im unmittelbaren oder mittelbaren Besitz des Gläubigers, so werden sie zu seinen Gunsten auch dann aufgewertet, wenn bereits eine Abrechnung mit dem Schuldner stattgefunden hat (§ 49 Abs. 2 des AufwGes.). Hat sich der Pfandbriefgläubiger bei der Annahme der Leistung seine Rechte vorbehalten, so ist er bei der Verteilung auch dann zu berücksichtigen, wenn er die Pfandbriefe nicht mehr im Besitz hat (§ 49 Abs. 1 a. a. O.). Dieser Vorbehalt muß gegenüber dem Schuldner, also der Hypothekenbank, geltend gemacht worden sein; es genügt also nicht, wenn der Gläubiger ihn gegenüber der Kreditbank, bei der er seine Pfandbriefe im Depot hatte, erhoben hat, es sei denn, daß diese als Zahlstelle der Hypothekenbank nicht nur für die Einlösung der Zinsscheine, sondern auch für die Auszahlung des Kapitalbetrages bezeichnet war, was nur sehr selten der Fall gewesen sein wird. Auch ohne einen solchen Vorbehalt sollen nach § 49 Abs. 3 a. a. O.

Pfandbriefe, die bei Banken zur Einlösung eingereicht sind und die sich noch im Besitze der Bank befinden, zugunsten des einreichenden Gläubigers aufgewertet werden, auch wenn bereits eine Abrechnung mit dem Gläubiger oder dem Schuldner stattgefunden hat. Diese Bestimmungen des § 49 ordnen also in beschränktem Maße auch für die Pfandbriefe eine rückwirkende Aufwertung an. Liegt einer dieser drei Fälle nicht vor, so kann für bereits eingelöste Pfandbriefe eine Aufwertung auch wegen ungerechtfertigter Bereicherung oder auf Grund einer Anfechtung wegen Irrtums oder aus einem anderen Rechtsgrunde nicht verlangt werden. Nur Ansprüche wegen arglistiger Täuschung bleiben unberührt (§ 49 Abs. 5 a. a. O.).

Zu dem letzten Fall sind in Art. 61—66 der DfVo. auf Grund der in dem Gesetz enthaltenen besonderen Ermächtigung nähere Bestimmungen erlassen worden. Diese Pfandbriefe sind hiernach bei der Bank, bei der sie eingereicht worden sind, bis zum 30. April 1926 anzumelden. Hat der Gläubiger seinen Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt außerhalb Europas, so kann die Anmeldung noch bis zum 31. Juli 1926 erfolgen. Die Bank hat dem Anmeldenden, wenn sie seine Ansprüche nach Prüfung des Beweismaterials für berechtigt anerkennt, die Pfandbriefe gegen Vergütung des Goldwertes eines etwa gezahlten Einlösungsbetrages auszuhändigen. Erscheint der Anspruch nicht begründet, so ist dies dem Anmeldenden unverzüglich mitzuteilen. Diesem bleibt es dann überlassen, seine Rechte im Klagewege geltend zu machen. Die Klage muß bis zum 30. Juni, von außereuropäischen Gläubigern bis zum 30. September 1926 erhoben werden. Pfandbriefe, für die diese Fristen nicht innegehalten worden sind, dürfen nachträglich von den Banken nicht mehr herausgegeben werden.

Diese eben erwähnten Fristen sind die einzigen, die für den Pfandbriefgläubiger nach dem AufwGes. und der DfVo. z. Z. von Bedeutung sind. Eine Anmeldung aller übrigen Pfandbriefe kommt erst in Frage, wenn die Hypothekenbank zu einer Ausschüttung der Masse schreitet und eine entsprechende öffentliche Aufforderung an die Pfandbriefgläubiger richtet (Art. 87 der DfVo.).

Die Frage, unter welchen Voraussetzungen die Hypothekenbank selbst als Inhaberin eigener Pfandbriefe an der Verteilung teilnimmt, ist in den Art. 81 und 82 ebenso wie bisher für die 3. Steuernotverordnung geregelt. Hat die Hypothekenbank die Pfandbriefe mit verfügbaren Mitteln angekauft, so ist sie insoweit zur Teilnahme an der Masse berechtigt. Sind die Pfandbriefe dagegen im Wege des Umtausches oder der Einlösung in den Besitz der Bank gelangt, so ist ein Teilnahmerecht für sie nicht gegeben. Dasselbe gilt für Pfandbriefe, welche die Bank bei der Rückzahlung von Hypotheken erhalten hat. Eine Ausnahme mußte naturgemäß für den Anteil bestimmt werden, den die Bank von diesen Pfandbriefen als Verwaltungskostenbeitrag für sich in Anspruch nehmen kann.

(Fortsetzung folgt.)

Das Sammeldepot und die Aktionärsrechte.

(Vgl. Sonderbeilage zum „Bank-Archiv" Nr. 16 vom 15. V. 1925.)

Von Rechtsanwalt Dr. **Georg Opitz**, Berlin.

Die Einlieferung von Aktien in das Sammeldepot beim Kassenverein hat für den Aktieneigner insofern eine Veränderung der Rechsverhältnisse zur Folge, als sein Sondereigentum an den Aktien sich in Miteigentum an der Gesamtheit der im Sammeldepot vereinigten Wertpapiere ein und derselben Gattung verwandelt, und zwar zu dem Bruchteil, der dem Aktienbestande des Kontoinhabers im Verhältnis zur Gesamtheit entspricht (vgl. Schultz und Opitz im Bank-Archiv 24/25 Nr. 16 S. 2). Hieraus ergibt sich die Frage, ob dem Sammeldepotkontoinhaber die Möglichkeit verbleibt, gleichwohl seine Aktionärsrechte unbeschränkt auszuüben.

Horrwitz (das Recht der Generalversammlungen der Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien S. 133) weist unter Bezugnahme auf § 744 Abs. 1 BGB. darauf hin, daß Miteigentümer nach Bruchteilen in den Gesellschaftsversammlungen nur gemeinschaftlich und einheitlich stimmen können. Da das Recht des Aktionärs zur Teilnahme an den Gesellschaftsversammlungen und das Stimmrecht zu den wesentlichsten Aktionärsrechten zählt, muß der Aktieneigner die Gewißheit haben, daß er in der Ausübung dieser Rechte durch Hingabe seiner Aktien ins Sammeldepot nicht eingeengt oder gar verhindert ist. Befürchtungen dieser Art erscheinen aber nicht gerechtfertigt.

Es ist (vgl. Schultz und Opitz a. a. O. S. 2) ausgeführt und soll nochmals hervorgehoben werden, daß es sich beim Sammeldepot zwar um eine Bruchteilsgemeinschaft handelt, aber um eine solche besonderer Art, für die in erster Linie die Vereinbarung zwischen dem Verwahrer und dem Hinterleger maßgebend ist, und auf welche die gesetzlichen Vorschriften nur insoweit anwendbar sind, als sie nach der Natur des Sammeldepots nicht als anderweit vereinbart zu gelten haben. Eine wesentliche Charaktereigenschaft des Sammeldepots ist es, daß die Teilhaber der Gemeinschaft nicht von vornherein zusammentreten, um eine Gemeinschaft untereinander zu vereinbaren, sondern daß jeder einzelne an den Verwahrer seines Depots herantritt, mit ihm den Sammelverwahrungsvertrag schließt, und es dem Verwahrer überläßt, für ihn die Rechte aus der Gemeinschaft wahrzunehmen. Es besteht also keine direkte Beziehung der einzelnen Hinterleger zueinander, sondern ein Vertragsverhältnis der einzelnen zur Gesamtheit durch die Vermittlung der Person des Verwahrers. Der Verwahrer ist Sachwalter des Sammeldepots und hat nach außen hin die Stellung wie ein Eigentümer; dem Hinterleger gegenüber bleibt er verpflichtet, dessen Eigentumsrecht am Anteil zu erhalten und ihm auf Wunsch jederzeit zur Verfügung zu stellen. Die anderen Teilhaber der Gemeinschaft haben hierbei nicht mitzureden. Hieraus ergibt sich (vgl. Schultz und Opitz a. a. O. S. 2), daß der gesetzliche Regelfall der gemeinschaftlichen Verfügung und Verwaltung (§ 744 Abs. 1 BGB.), von dem Horrwitz an sich zutreffend ausgeht, bei der Sammeldepotverwahrung abredegemäß insoweit ausgeschaltet ist, daß der einzelne Sammeldepotkontoinhaber nicht auf die Mitverfügung seiner Miteigentümer angewiesen ist, sondern unabhängig von ihnen handeln kann. Gleichwohl ändert dies zunächst noch nichts an der Tatsache, daß der Kontoinhaber, solange er sich die seiner Quote entsprechenden Aktienbeträge nicht aushändigen läßt, als Alleineigentümer von Aktien nicht anzusprechen ist, vielmehr als Miteigentümer an dem im betreffenden Sammeldepot vereinigten Gesamtaktienbeständen aufgefaßt werden muß. Da nun in § 252 HGB. bestimmt ist: „jede Aktie gewährt das Stimmrecht", erhebt sich die Frage, wie der Sammeldepotkontoinhaber, wenn er den umständlichen und dem Sinne des stückelosen Effektenverkehrs zuwiderlaufenden Weg der Abhebung der Aktien — zum Zwecke der Hinterlegung bei einer satzungsgemäßen oder von der Gesellschaft bekannt gegebenen Stelle — vermeiden will, in die Lage versetzt werden soll, an der Gesellschaftsversammlung teilzunehmen und zu stimmen.

Hierzu verhilft ihm durch Vermittlung seiner Bank der Kassenverein als Sammeldepotverwahrungsstelle, der ja abredegemäß (vgl. § 8 der Geschäftsordnung für das Giroeffektendepot) „ungeachtet dessen, daß er nicht Eigentümer der hinterlegten Aktien wird, doch berechtigt ist, Dritten gegenüber alle Rechte eines Eigentümers wahrzunehmen". Damit ist der Kassenverein in den Stand gesetzt, dieses Recht hinsichtlich der im betreffenden Sammeldepot vereinigten Aktienbestände in der Weise auszuüben, daß er seinen Girokunden — und durch deren Vermittlung auch ihren Depotkunden — soviel Aktien zuteilt, als die betreffende Quote am Sammeldepot ergibt. Der Kassenverein als Sammelverwahrungsstelle ist ja

nicht nur Halter für alle den Giroteilnehmern zustehenden Sammeldepotanteilen, sondern Halter von sovielen Aktien, als in dem betreffenden Sammeldepot liegen. Es können keine Bedenken bestehen, daß der Kassenverein in dieser seiner Eigenschaft diese Aktien intern für die Zwecke der Generalversammlung aufteilt, also Miteigentum in Sondereigentum verwandelt und diese Zuweisung von Aktien dem Girokunden oder in dessen Auftrage dem Kunden des Girokunden verbrieft, ohne daß es an sich erforderlich ist, die eingelieferten Nummern im Hinterlegungsschein aufzuführen.

Der Sammeldepotkontoinhaber erhält also seine Aktionärsrechte auf dem Wege über seine Bank durch den Kassenverein als unumschränkter Eigner und ist legitimiert durch den Hinterlegungsschein des Kassenvereins. Voraussetzung ist freilich, daß der Kassenverein entweder nach den Satzungen der Gesellschaft als Hinterlegungsstelle bezeichnet ist, oder daß er abredegemäß als solche in den Bekanntmachungen für die Gesellschaftsversammlungen bekannt gegeben wird. Es muß betont werden, daß im Sinne des bekannten Rundschreibens der dem Kassenverein als Effektengirokunden angeschlossenen Banken und Bankiers vom 22. Oktober 1925 für die Aufnahme in Sammelverwahrung (erweiterten Giroeffektenverkehr) nur die Aktien solcher Gesellschaften geeignet sind, die sich bereit gefunden haben, durch Satzung oder Bekanntmachung den Kassenverein als Hinterlegungsstelle zu benennen. Bei den Aktien, die in den zwischen den Effektengirokunden bereits seit langem bestehenden Effektengiroverkehr aufgenommen sind, ist dies schon der Fall, bei Aufnahme weiterer Aktien ist dafür zu sorgen, daß es noch geschieht. Der Kassenverein, oder noch besser dessen der betreffenden Aktiengesellschaft nahestehender Effektengirokunde wird dieserhalb an die Gesellschaft heranzutreten haben, etwa mit folgendem — schon jetzt üblichen — Schreiben:

„Wie Ihnen bekannt sein dürfte, besteht an der hiesigen Börse die Einrichtung des Giroeffektenverkehrs, der von der Bank des Berliner Kassenvereins vermittelt wird. Der Letzteren gehören die hiesigen Banken und Bankiers als Mitglieder an.

Dieser Giroeffektenverkehr bezweckt, das Hin- und Herliefern von Werten, die an der Börse umgesetzt werden, zu vermeiden und bedeutet hinsichtlich der in den Giroverkehr aufgenommenen Aktien eine Erleichterung der technischen Arbeiten in ähnlicher Weise wie der Giroverkehr der Reichsbank hinsichtlich des Geldverkehrs. Der Umstand, daß die Aktien einer Gesellschaft in den Giroeffektenverkehr aufgenommen sind, berührt weder die Gesellschaft noch deren Aktionäre; er beeinflußt den Umsatz der Aktien an der Börse oder die Spekulation weder nach der einen noch nach der anderen Richtung hin.

Voraussetzung für die Zulassung der Aktien für den Giroeffektenverkehr ist aber, daß die betreffende Gesellschaft sich bereit erklärt, die Bank des Berliner Kassenvereins als Hinterlegungsstelle für ihre Aktien zwecks Teilnahme an den Gesellschaftsversammlungen zu bezeichnen, da die genannte Bank vermeiden will, daß zwecks Ausübung des Stimmrechts in den Gesellschaftsversammlungen die bei ihr ruhenden Aktienmäntel in natura bei den Anmeldestellen einzureichen sind, wobei neben der Gefahr des Transportes viel zeitraubende Arbeit entsteht. Die Benennung der Bank des Berliner Kassenvereins als Hinterlegungsstelle erfolgt indessen mit der Beschränkung, daß die Hinterlegung nur für die Mitglieder der genannten Bank in Frage kommt, weil diese eben nur für ihre Mitglieder tätig sein will.

Sie gehören zu den Gesellschaften, deren Aktien noch nicht in den Giroeffektenverkehr einbezogen sind. Die Bank des Berliner Kassenvereins, Berlin W, Oberwallstraße 3, teilt uns mit, daß sie beabsichtigt, auch die Aktien Ihrer Gesellschaft in den Giroeffektenverkehr aufzunehmen. Wir dürfen Sie wohl daher um Ihre Bereitwilligkeit bitten, daß Sie für die Folge die Bank des Berliner Kassenvereins als Hinterlegungsstelle für Ihre Aktien benennen. Bejahendenfalls wären alsdann Ihre jeweils zu erlassenden Bekanntmachungen bezüglich der Berliner Hinterlegungsstellen wie folgt zu ergänzen:

„Bank des Berliner Kassenvereins (nur für Mitglieder des Giroeffektendepots)".

Wir sehen Ihrer gefl. Rückäußerung usw."

Es kann bei diesem Verfahren keinen Bedenken unterliegen, daß der Kassenverein als Hinterlegungsstelle seinen Effektengirokunden nach Maßgabe der diesen zukommenden Depotquoten Hinterlegungsscheine über soviel Aktienbeträge ausstellen kann, als die in dem betreffenden Sammeldepot vereinigten Aktien es zulassen.

Er stellt diese Hinterlegungsbescheinigungen im Auftrage seiner Effektengirokunden aus, und zwar je nach Wunsch auf Namen des betreffenden Effektengirokunden selbst oder auf den Namen desjenigen, der vom Effektengirokunden bezeichnet wird. Im ersteren Falle ist dann für die Hinterlegungsbescheinigung folgender Wortlaut schon jetzt üblich:

„Wir bescheinigen, daß von . . . . . Mitglied des Giroeffektendepots behufs Ausübung des Stimmrechts in der am. . . . stattfindenden . . . . . ordentlichen Generalversammlung der . . . . . . nom. RM . . . . . Aktien hinterlegt sind. Diese Aktien bleiben bis zum Schlusse der Generalversammlung in unserem Gewahrsam; eine Verfügung des Kontoinhabers ist nur nach Rückgabe dieser Bescheinigung zulässig.

Bank des Berliner Kassenvereins."

Wünscht der Effektengirokunde die Ausstellung des Hinterlegungsscheines auf den Namen seines Sammeldepotkunden, so wird der genannte vorgedruckte Wortlaut der Hinterlegungsbescheinigung in folgender Weise ergänzt:

„Wir bescheinigen, daß von . . . . durch ein Mitglied des Effektengirodepots usw."

Wünscht der Effektengirokunde die Hinterlegung bei einer Hinterlegungsstelle, die außer dem Kassenverein bekanntgegeben ist, so stellt der Kassenverein seinem Effektengirokunden folgende Hinterlegungsbescheinigung aus:

Wir bescheinigen hierdurch, daß von . . . . RM . . . . . . Aktien . . . . . . bei uns deponiert sind, die bis zur Rückgabe dieses Scheines in unserem Gewahrsam verbleiben werden. Vor diesem Zeitpunkte ist eine Verfügung des Kontoinhabers nicht zulässig.

Bank des Berliner Kassenvereins."

Auf Grund dieser Hinterlegungsbescheinigung stellt dann die außer dem Kassenverein benannte Hinterlegungsstelle diejenige Bescheinigung aus, die zur Teilnahme an der Generalversammlung und Ausübung des Stimmrechts berechtigt.

Für den Sammeldepotkontoinhaber ändert sich gegenüber der Handhabung beim Sonderdepot nichts, er erhält durch seine Bank wie bisher die gewünschte Stimmkarte und im übrigen fällt der ganze zeit- und geldraubende, übrigens auch gefährliche Transport der Aktien nach der Hinterlegungsstelle fort.

Die Ausstellung von Nummernverzeichnissen durch den Kassenverein erübrigt sich, bereitet aber, falls Nummernaufgabe von der Gesellschaft auf Grund der Satzung — oder auch ohne Vorliegen einer Satzungsbestimmung — verlangt wird, keinerlei Schwierigkeiten. Der Kassenverein hält Nummernverzeichnisse über seine Sammeldepotbestände bereit und kann diese Nummern ohne weiteres den Berechtigten in Hinterlegungsscheinen verbriefen. Mit der Einlagerung der Stapelbestände bei fortschreitender Entwicklung des erweiterten Giroeffektenverkehrs wird sich die Handhabung dadurch erheblich vereinfachen, daß über die ja für längere Zeit festliegenden Stapelbestände arithmetisch geordnete Nummern-

verzeichnisse gedruckt werden können, wodurch die Kontrolle über die ausgegebenen und in den Hinterlegungsscheinen festgebundenen Nummern weniger Arbeitsleistung erfordert.

Der Kassenverein hat dann nur dafür zu sorgen, daß auf den Depotkonten der Effektengirokunden diejenigen Bestände gesperrt gehalten werden, über die Hinterlegungscheine unterwegs sind; eine gesonderte Aufbewahrung der Bestände dagegen braucht er währenddessen selbst dann nicht vorzunehmen, wenn in den Hinterlegungsscheinen Nummern verbrieft sind. Zwar wird man davon ausgehen müssen, daß diese — unter Nummernaufgabe oder ohne solche — als hinterlegt bezeichneten Bestände während der Laufzeit der Hinterlegungsscheine als Sonderdepot der Girokunden anzusehen sind, gleichwohl greift die Bestimmung des § 1 Abs. 1 Nr. 1 des Depotgesetzes nicht Platz, da gemäß § 7 der Geschäftsordnung für das Giroeffektendepot der Bank des Berliner Kassenvereins in Verbindung mit § 2 des Depotgesetzes der Kassenverein ermächtigt ist, an Stelle hinterlegter oder verpfändeter Wertpapiere der in § 1 DepGes. bezeichneten Art gleichartige Wertpapiere zurückzugewähren (vgl. § 2 Abs. 2 DepGes.).

Für den Sammeldepotkontoinhaber ist es aber nicht nur von Bedeutung, daß er seine Aktionärsrechte auf Grund des augenblicklichen Eigenbesitzes ausüben kann, sondern unter Umständen kann es für ihn von Bedeutung werden, einen dauernden Eigenbesitz dartun zu müssen.

Durch die Aufwertungsgesetzgebung d. J. hat die Frage des „Altbesitzes" für die Inhaber von Schuldverschreibungen eine solche Bedeutung erlangt, daß manche Depotkunden, obwohl ihnen die wirtschaftliche Bedeutung des stückelosen Effektenverkehrs durchaus gegenwärtig ist, immer noch zögern, ihre Aktien ins Sammeldepot zu geben in der Befürchtung, der Altbesitz könne auch für Aktienbesitz von Bedeutung werden und der Nachweis würde ihnen dann angesichts des unmöglichen Nummernnachweises abgeschnitten sein. Hierzu ist zunächst zu bemerken, daß weder nach dem Aufwertungsgesetz (§ 37 ff.) noch nach dem Anleiheablösungsgesetz (§ 8 ff.) der Nummernnachweis die unbedingte Voraussetzung für den Nachweis des Altbesitzes ist. Der Nachweis des ununterbrochenen Gläubigerrechts ist ausreichend. Wer z. B. im Jahre 1919 bereits M 10 000,— Kriegsanleihe im Depot hatte, dann im Jahre 1921 weitere M 10 000,— dazukaufte, dann wieder M 10 000,— verkaufte, ist auch dann Altbesitzer, wenn die Bank in Ausführung des Verkaufs die alten Stücke aus seinem Depot lieferte. Dieser vereinfachte Nachweis nach den Aufwertungsgesetzen gilt sogar fürs Stückekonto (vgl. § 38, Nr. 2 AufwGes., § 10, Abs. 1, Nr. 2, AnlAblGes.). Das Sammeldepot ist in den genannten Gesetzen nicht erwähnt. Es kann keinem Zweifel unterliegen, daß beim Sammeldepot der buchmäßige Nachweis des ununterbrochenen Besitzes der beanspruchten Menge während der entscheidenden Zeit genügt. Der Nachweis des Altbesitzes ist also für den Inhaber eines Sammeldepotkontos gegenüber der Handhabung beim Sonderkonto nicht erschwert, sondern gestaltet sich vielmehr einfacher.

Diese Erwägungen sind auch für das Aktienrecht von Bedeutung, weil der Altbesitz des Aufwertungsrechts ja nur dem Namen nach eine Neubildung ist, während er im Aktienrecht für Einzelfälle längst besteht.

Ist in der Gesellschaftsversammlung ein Antrag auf Bestellung von Revisoren zur Prüfung eines Vorganges bei der Gründung oder eines nicht länger als zwei Jahre zurückliegenden Vorganges bei der Geschäftsführung abgelehnt worden, so können auf Antrag von Aktionären, deren Anteile zusammen den zehnten Teil des Grundkapitals erreichen, Revisoren durch das Gericht ernannt werden. Die Antragsteller haben — außer anderem — die Aktien bis zur Entscheidung über den Antrag bei Gericht zu hinterlegen und glaubhaft zu machen, daß sie seit mindestens 6 Monaten, von der Generalversammlung zurückgerechnet, Besitzer der Aktien sind; die Geltendmachung eines Anspruchs muß binnen drei Monaten, von dem Tage der Generalversammlung an, erfolgen. Die Minderheit hat eine den zehnten Teil des Grundkapitals erreichende Anzahl von Aktien für die Dauer des Rechtsstreits zu hinterlegen; es ist glaubhaft zu machen, daß sich die Aktien seit mindestens sechs Monaten, von der Generalversammlung zurückgerechnet, im Besitze der die Minderheit bildenden Aktionäre befinden (vgl. §§ 266 Abs. 2 und 3, 269 Abs. 1 und 2 HGB.). Also Nachweis des „Altbesitzes" im Aktienrecht des Handelsgesetzbuchs! Im Schrifttum wird allgemein Identitätsnachweis verlangt. „Es müssen dieselben Aktien sein, auf Grund deren das Minderheitsverlangen gestellt ist" (Staub, Komm. z. HGB. Anm. 3 zu § 269). „Selbstverständlich muß nicht der Besitz von, sondern derselben Aktien nachgewiesen werden" (Pinner, Komm. z. HGB. Anm. III 1d zu § 266). „Es ist der Eigenbesitz gerade derjenigen Aktien, welche hinterlegt werden, notwendig. Es genügt nicht etwa die Glaubhaftmachung irgendwelcher Aktien" (Goldmann, Komm. z. HGB. Nr. 16 z. § 266). „Daß die Antragsteller während der sechs Monate überhaupt Aktionäre waren und ihre Aktien den zehnten Teil des Grundkapitals darstellen, reicht nicht hin, das Gesetz verlangt vielmehr, daß sie dieselben Aktien ununterbrochen während der ganzen Zeit besessen haben" (Hergenhahn in Gruchots Beiträgen 1893 S. 600). Es bedarf keiner Erörterung, daß beim Sammeldepot der Nachweis der Identität — dieses Wort im engsten buchstäblichen Sinne verstanden — nicht geführt werden kann, und es läßt sich nicht ohne weiteres beurteilen, ob die erwähnten Vertreter des Schrifttums die Identität in diesem engen Sinne aufgefaßt wissen wollen. Jedenfalls muß sowohl nach der Entstehung des Gesetzes (§§ 266 Abs. 2 und 3, 269 Abs. 2 und 3 HGB.) als auch nach ihrem wirtschaftlichen Sinn der buchmäßig leicht zu führende Nachweis der ununterbrochenen Aktionärseigenschaft als dem Identitätsnachweis gleichwertig und daher als ausreichend angesehen werden.

Die vorgenannten Gesetzesbestimmungen sind durch die Novelle vom 18. Juli 1884 zum Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch in das Aktienrecht aufgenommmen worden (Art. 222a Abs. 1 und Art. 223). Der Entwurf der genannten Novelle enthielt nur das Individualrecht der qualifizierten Minderheit, dagegen fehlte die Bestimmung über den Nachweis des Altbesitzes (vgl. Art. Art. 222a, 223 des Entwurfes). In der „Allgemeinen Begründung" des Entwurfes (S. 157) ist hierzu folgendes ausgeführt: „Es soll dadurch" — (durch die Hinterlegung der Aktien bei Gericht) — „jeder Zweifel hinsichtlich der Legitimation zur Klage, namentlich wenn letztere auf den Besitz von Inhaberaktien gestützt wird, beseitigt und für die ganze Dauer des Prozesses das Interesse des Klägers als Aktionär dargetan werden. Die Vorschrift wird dazu beitragen, möglicher Schikane vorzubeugen und die Erhebung der Klage zu Spekulationszwecken zu verhindern." Die Vorschrift über die Glaubhaftmachung des sechsmonatigen Altbesitzes ist dann erst auf Vorschlag der „IX. Kommission über den Entwurf" in die Novelle aufgenommen worden (vgl. Aktenstücke des Reichstags 5. Leg.-Periode IV. Session 1884 Nr. 128. IV. Bd. S. 1017). Der Bericht der IX. Kommission gibt hierzu folgende Begründung:

„Der Artikel 222a hat zu einer längeren Auseinandersetzung über die Minoritätsrechte im allgemeinen Anlaß geboten. Während von der einen Seite darauf Bezug genommen ist, daß seit einem Dezennium etwa der Ruf nach einem Schutze für die Minoritäten sich fast überall geltend mache, und daß der Entwurf in dieser Beziehung nur das im öffentlichen Interesse unbedingt Notwendige enthalte, daß insbesondere das der Minorität im Artikel 222a eingeräumte Recht auf Revision als ein irgendwie bedenkliches schon um deswillen nicht angesehen werden könne, weil es zur Voraussetzung habe, daß dem Gericht glaubhaft gemacht werde, es seien bei dem zu prüfenden Hergange Unredlichkeiten oder grobe Verletzungen des Gesetzes oder des Gesellschaftsvertrages vorgekommen,

wurden von der anderen Seite die Minoritätsrechte sowohl als prinzipiell ungerechtfertigt, da die Aktiengesellschaft eine Mehrheitsgesellschaft sei, als auch als praktisch gefährlich angefochten, da dieselben der Konkurrenz und jeder eigennützigen Bestrebung die Handhabe böten, in die Gesellschaft einzubrechen oder die Aktienkurse zu werfen. An der Börse sei es in den meisten Fällen leicht, selbst eine beträchtliche Anzahl Aktien gegen Entgelt zu leihen, und wenn es nicht in Abrede genommen werden solle, daß die Majoritäten oft nur fiktive Majoritäten seien und den wahren Willen der Gesellschaft nur sehr mangelhaft zum Ausdruck brächten, so seien Minoritätsrechte noch viel mehr dem Mißbrauch ausgesetzt. Die Kommission hat diesen Erwägungen insofern nachgegeben, als sie für die Ausübung des im Artikel 222a geschaffenen Minoritätsrechts noch die weiteren Erfordernisse vorgeschlagen hat, daß die Antragsteller ihre Aktien bis zur Entscheidung über den Antrag gerichtlich hinterlegen und glaubhaft machen müssen, daß sie dieselben seit mindestens sechs Monaten, vom Tage der Generalversammlung zurückgerechnet, besitzen".

Diese Vorgeschichte läßt erkennen, daß das der qualifizierten Minorität gegebene Individualrecht eben nicht zu Spekulations- oder Schikanezwecken ausgenutzt werden sollte, daß vielmehr das Recht nur solchen Aktionären zugebilligt werden sollte, die wenigstens schon eine gewisse Zeit Aktionäre waren, d. h. an der Aktiengesellschaft mit einem bestimmten Teil des Grundkapitals beteiligt waren (§ 178 HGB., Art. 207 Allg. Dt. HGB.). Daß es hierbei auf den Dauerbesitz an bestimmten Aktienurkunden ankommen soll, ist aus der Begründung nicht zu entnehmen, am wenigsten aus den Worten „glaubhaft machen müssen, daß sie d i e s e l b e n seit mindestens sechs Monaten besitzen". „Dieselben", welcher Ausdruck im Schrifttum im Sinne von „eadem documenta" kommentiert ist, muß unbetont gelesen werden, wie sich schon allein aus der sprachlichen Verbesserung im Handelsgesetzbuch (§ 266 Abs. 3 S. 2 „sie", § 269 Abs. 2 „die") gegenüber dem veralteten Sprachgebrauch des Allg. Dt. Handelsgesetzbuches (Art. 222a Abs. 1, Art. 233 Abs. 2 „dieselben") ergibt. Wenn das Gesetz wirklich Identitätsnachweis des Altbesitzes verlangen würde, so müßte es gerade jetzt in §§ 266 und 269 HGB. „dieselben Aktien" heißen. Es kann sonach keinen Bedenken unterliegen, daß der Nachweis des sechsmonatigen Altbesitzes beim Sammeldepot auch in der vorgeschilderten Weise buchmäßig geführt werden darf. Das entspricht durchaus dem Sinne jener Vorschrift. Es kommt — wie das Reichsgericht an anderer Stelle (zu § 3 DepGes. vgl. Bd. 104 S. 120) ausführt — „d a r a u f a n, o b d i e S a c h l a g e i h r e m W e s e n n a c h, i n s b e s o n d e r e i n w i r t s c h a f t l i c h e r H i n s i c h t, d e n j e n i g e n C h a r a k t e r a u f w e i s t, d e n d i e V o r s c h r i f t t r e f f e n w i l l".

Man darf hierbei auch nicht übersehen, daß Wertpapiere, also auch Inhaberaktien, vertretbare Sachen sind (§ 91 BGB., vgl. Komm. der Reichsgerichtsräte Anm. 4 zu § 91). Daran ändert auch die aufgedruckte Nummer nichts. Auch Banknoten haben Nummern. Die Nummern ermöglichen es, die Inhaberaktie rechtsgeschäftlich zu einer nicht vertretbaren Sache zu machen. Beim stückelosen Effektenverkehr kann von einer derartigen Vereinbarung keine Rede sein. Die Ermächtigungserklärung des Kontoinhabers zum Sammeldepot läßt vielmehr erkennen, daß die Eigenschaft der Inhaberaktie als vertretbare Sache ausdrücklich vereinbart ist. Die ganze Einrichtung des stückelosen Effektenverkehrs ist ja darauf aufgebaut, daß die Wertpapiere hierbei nach Zahl bestimmt werden (§ 91 BGB.). Es kann also auch aus diesem Gesichtspunkte für die Frage des Dauerbesitzes unmöglich auf das Festhalten an bestimmten Aktienurkunden ankommen. Eine dahin zielende, die regelumkehrende Gesetzesbestimmung, müßte dies mit aller Deutlichkeit, die keiner Auslegung bedürfte, zum Ausdruck bringen.

Die gerichtliche Hinterlegung selbst hat in natura zu erfolgen, in Preußen beim Amtsgericht (vgl. §§ 266 Abs. 3, 269 Abs. 2 HGB. Art. Art. 144, 145 EG. z. BGB., Art. 84 PrAG. z. BGB., §§ 2 Abs. 1, 9 Abs. 1 der preußischen Hinterlegungsordnung vom 21. 4. 1913, §§ 40 Abs. 2, 46 und 48 der Ausführungsvorschriften zur Hinterlegungsordnung, JMBl. S. 115). Diese Hinterlegung von Stücken bereitet dem Sammeldepotkontoinhaber keinerlei Schwierigkeiten. Er ist ja jederzeit in der Lage, durch Vermittelung seiner Bankstelle die ihm zukommende Anzahl Stücke vom Kassenvereinssammeldepot zu erheben und kann dies also auch zum Zwecke der Hinterlegung von Stücken beim Amtsgericht tun. Im übrigen steht keine Gesetzesbestimmung entgegen, die Hinterlegung auch im Wege des stückelosen Effektenverkehrs zu ermöglichen. Das Amtsgericht bleibt ja auch dann Verwahrer (mittelbarer), wenn es — wogegen Bedenken nicht bestehen — dem Kassenverein als Effektengirokunde angeschlossen sein würde. Es würde dann nur eine Aenderung der Ausführungsbestimmungen zur Hinterlegungsordnung erforderlich werden. D e r e r w e i t e r t e G i r o e f f e k t e n v e r k e h r b i e t e t d e n B e h ö r d e n a l s H i n t e r l e g u n g s s t e l l e n e i n e G e l e g e n h e i t, i h r e n G e s c h ä f t s b e t r i e b w e s e n t l i c h z u v e r e i n f a c h e n u n d z u v e r b i l l i g e n u n d d e n s t ü c k e l o s e n E f f e k t e n v e r k e h r i n d e r g l e i c h e n W e i s e i n d e n D i e n s t i h r e r W i r t s c h a f t z u s t e l l e n, w i e s i e e s m i t d e m b a r g e l d l o s e n Z a h l u n g s v e r k e h r b e r e i t s g e t a n h a b e n.

Auch bei Erhebung und Durchführung der A n f e c h t u n g s k l a g e (§ 271 ff. HGB.) kann der Altbesitznachweis von Bedeutung werden. Wenn auch eine Hinterlegung von Aktien bei Gericht hier vom Gesetz nicht gefordert wird, so besteht doch der „aktienrechtliche Grundsatz, daß die Legitimation des Aktionärs für die Anfechtungsklage des § 271 HGB. durch den fortdauernden Besitz wenigstens einer Aktie bedingt ist, auf Grund deren er dem angefochtenen Beschlusse der Generalversammlung widersprochen hat" (vgl. RG. Bd. 66 S. 135). Im Falle der Anfechtung gemäß § 271 Abs. 2 S. 2 HGB. wird sich der Nachweis des Dauerbesitzes auf mindestens den zwanzigsten Teil des Grundkapitals zu erstrecken haben (vgl. S t a u b, Komm. Anm. 13 zu § 271 HGB.). Ob der Anfechtungskläger bis zur Beendigung des Rechtsstreits Aktionär bleiben muß, ist streitig. S t a u b (a. a. O.) bejaht diese Frage unter Hinweis auf die Entscheidung des LG. Berlin I im Recht 1900 S. 153, H o r r w i t z (a. a. O. S. 106) verneint sie unter Hinweis auf § 265, Abs. 2 ZPO. und die Entscheidung des Reichsgerichts Bd. 33 S. 94. Wie denn auch sei, der Anfechtungskläger muß auch als Inhaber des Sammeldepotkontos die Gewähr haben, daß ihm die Fortdauer seiner Aktionärseigenschaft vom Generalversammlungstage ab nicht streitig gemacht werden kann.

Es ist bereits ausgeführt worden, wie er sich für die Teilnahme an der Generalversammlung als Aktionär auszuweisen in der Lage ist. Er braucht dann nur dafür zu sorgen, daß sich an diesem Zustande nichts ändert. Dies kann er ohne jede Schwierigkeiten dadurch erreichen, daß er durch Vermittelung seiner Bank, die ihm die Stimmkarte besorgt hat, von den im Hinterlegungsschein verbrieften Stücken mindestens e i n Stück — und bei Anfechtung gemäß § 271 Abs. 2 S. 2 soviel Stücke, als dem zwanzigsten Teil des Grundkapitals entsprechen — weiterhin gesperrt halten läßt.

Das Aktienrecht kennt noch einen weiteren Fall des Dauereigenbesitzes, den man im wahrsten Sinne des Wortes als „Altbesitz" ansprechen kann, nämlich im Bereich der sogenannten G r ü n d e r r e c h t e. Das Handelsgesetzbuch (§ 283 Abs. 2) — wie schon die Novelle vom 18. Juli 1884 (Art. 215a Abs. 4) — bestimmt, daß Zusicherungen, die vor dem Beschlusse über die Erhöhung des Grundkapitals geschehen, der Gesellschaft gegenüber unwirksam sind. Danach können satzungsgemäße Bezugsrechte nicht mehr begründet werden und konnten das auch nicht seit Inkrafttreten der genannten Novelle, also seit 1. August 1884. Dagegen besteht kein Zweifel, daß die vorher begründeten satzungsgemäßen Bezugsrechte noch heute ausgeübt werden können, wenn sonst die Voraus-

setzungen gegeben sind (vgl. Ring, Komm. z. Reichsges. betr. die Komm.-Ges. auf Aktien und die Aktienges. Anm. 11 zu Art. 215a Abs. 4, RG. Bd. 47 S. 24), und diese Gründerrechte können auch noch von den Rechtsnachfolgern der ursprünglich Berechtigten ausgeübt werden, sofern die Gesellschaftssatzung nicht etwas anderes ergibt (vgl. RG. Bd. 65 S. 21, Jur. Wochenschrift 01 S. 484[7]). Die Frage des Dauerbesitzes ist im Rahmen dieser Abhandlung nur in den immerhin seltenen Fällen von Belang, in denen nach der Satzung das Bezugsrecht der Gründer an ununterbrochenen Besitz (das ist Eigenbesitz) von ursprünglich ausgegebenen Aktien geknüpft ist, der Nachweis der Primordialabzeichnung eines bestimmten Aktienbetrages, der regelmäßig genügt, also ausnahmsweise nicht ausreichend ist. Sofern aus der Satzung nicht etwas anderes zu entnehmen ist, genügt dann das Durchhalten auch nur einer Aktie zur Erhaltung des Gründerrechts (vgl. RG. Bd. 63 S. 403 ff.). Der Aktieneigner also, dessen Gründerrecht an den Eigenbesitz seiner Gründeraktie gebunden ist, wird sich überlegen müssen, ob er diese Aktie in Sammelverwahrung geben kann, ohne befürchten zu müssen, seines Gründerrechts verlustig zu gehen. Auf der anderen Seite werden die Bankunternehmungen zu prüfen haben, ob solche Aktien im Sinne ihres Rundschreibens vom 22. Oktober 1925 als „geeignet für den erweiterten Giroeffektenverkehr" anzusprechen sind. Der Kassenverein und die ihm als Effektengirokunden angeschlossenen Bankunternehmungen sind nicht schlechthin verhindert, Aktien von Gesellschaften mit satzungsgemäßen Gründerrechten in den erweiterten Giroeffektenverkehr aufzunehmen, wenn aber nach der Satzung einer solchen Gesellschaft das Gründerrecht an den Dauerbesitz von Aktien gebunden ist, werden die Bankstellen vorsorglich ihre Depotkunden auf das Bestehen etwaiger Gründerrechte und die Rechtslage aufmerksam zu machen und seine Entscheidung abzuwarten haben, bevor sie die betreffenden Aktien in Sammelverwahrung nehmen.

Die Frage, ob der für das vorbehandelte Gründerrecht vorausgesetzte Dauerbesitznachweis auch dem betreffenden Sammeldepotkontoinhaber gewährleistet wird, ist im übrigen ebenso zu beurteilen, wie zu §§ 266, 269, 271 HGB. ausgeführt wurde. Das Reichsgericht hebt (Bd. 63 S. 404) ausdrücklich hervor, man müsse davon ausgehen, daß der erste Aktienzeichner „allerdings ununterbrochen Aktionär der Gesellschaft geblieben sein müsse". Wenn es dann dort weiter heißt: „für dieses Erfordernis genüge es, wenn er auch nur mit einer Aktie beteiligt geblieben sei", so bedeutet das nicht, daß das Festhalten an ein und derselben Aktienurkunde unbedingt nachgewiesen werden müsse. Es kann auch hier nur darauf ankommen, daß der erste Aktienzeichner dauernd an der Aktiengesellschaft mit einem bestimmten Teil des Grundkapitals beteiligt war (§ 178 HGB., Art. 207 Allg. Dt. HGB.), und da es sich bei den Gründerrechten um Vertragsrecht handelt, müssen bei der Beurteilung dieser Frage auch die Bestimmungen der §§ 133, 242 BGB. Berücksichtigung finden.

Inwieweit dem Inhaber eines Stückekontos in der gleichen Weise wie dem Sammeldepotkontoinhaber die Möglichkeit offen bleibt, in den vorbehandelten Fällen sich als Daueraktionär auszuweisen, unterliegt nicht der Erörterung im Rahmen dieser Abhandlung. Es soll nur hervorgehoben werden, daß das Stückkonto vom Sammeldepotkonto sich grundlegend dadurch unterscheidet, daß es als darlehnsartiger Verwahrungsvertrag aufzufassen ist, bei dem der Kontoinhaber auf einen rein persönlichen Anspruch gegenüber der Bankstelle angewiesen ist, während bei der Sammelverwahrung dem Kontoinhaber der dingliche Anspruch gesichert ist. Zwischen Stückekonto und Sammeldepotkonto liegt eine Caesur. Die Sammelverwahrung hat nichts zu tun mit einem darlehnsartigen Depotgeschäft (vgl. Strohal in Holthaus Wochenschrift 1893 S. 349).

Gerichtliche Entscheidungen.

Bürgerliches Recht.

Zu § 138 Abs. 2 BGB.

In der ersten Zeit nach der Inflation war die Berechnung eines höheren Zinssatzes wegen der Entwertungsgefahr gerechtfertigt. Die durch die Festlegung der Mark hervorgerufene Kapitalknappheit erhöhte das Insolvenzrisiko.

Urteil des RG. v. 22. 9. 1925 — II 604/24 — T.

Aus den Gründen:

„Das BerG. sieht weder den Wuchereinwand aus § 138 Abs. 2 BGB., noch den Einwand des übermäßigen Gewinns aus § 4 der PreistreibereiVO. vom 13. Juli 1923 als gegeben an. Beide Einwände richten sich gegen das Verlangen von 750 RM Zinsen für 25 Tage von einem bar erhaltenen Darlehnsbetrage von 2250 RM. Das BerG. verneint, daß ein auffälliges Mißverhältnis der beiderseitigen Leistungen (§ 138 Abs. 2 BGB.) vorliege. Diese Auffassung gründet es auf die Erwägung, daß die klagende Bankfirma mit der Hergabe und Stundung des Geldes ein sehr gewagtes Geschäft eingegangen sei. Der Beklagte habe zu den kleinen Leuten gehört, die Firma, die den Wechsel ausgestellt und deren Unterschrift Sicherungszwecken gedient, habe ihre Zahlungen eingestellt, die Klägerin selbst aber sei als kleines Bankgeschäft genötigt gewesen, mit teuerem fremden Gelde zu arbeiten. Wegen der hieraus entstehenden Gefahr des Kapitalverlustes habe sie sich durch die allerdings sehr hoch zu bezeichnenden Zinsen eine Risikoprämie verschafft.

Diese Ausführungen lassen einen Rechtsirrtum nicht erkennen.

Berücksichtigt man die bekannte allgemeine Geldknappheit, die im Anschluß an die mit dem 20. November 1923 erfolgte Stabilisierung der deutschen Währung einsetzte und im März 1924, dem hier in Betracht kommenden Zeitpunkt der Hingabe des eingeklagten Prolongationswechsels ungeschwächt fortdauerte und eine starke Kreditnot im deutschen Wirtschaftsleben zur Folge hatte, so ergibt sich von selbst, daß die deshalb immer stärker werdende Nachfrage nach fremden Geld nur gegen entsprechend gesteigerte Bedingungen Berücksichtigung fand. Das galt naturgemäß für Geldsuchende, die, wie der Beklagte, keine Sicherheiten bieten konnten, falls sie überhaupt Berücksichtigung finden wollten, ganz besonders. — Dagegen muß, wie auch das BerG. mit Recht annimmt, für den März 1924 die in manchen Kreisen tatsächlich oder angeblich bestehende Unsicherheit, ob die Stabilisierung unserer Währung Bestand haben werde, als maßgebender Faktor für die Bestimmung der Zinsenhöhe vom Standpunkt eines Risikozuschlags ausscheiden. Das war während der Inflationszeit als Schutz gegen die fortschreitende Geldentwertung, deren Umfang nicht vorausgesehen werden konnte, insbesondere auch im Bankverkehr begründet und gebräuchlich, erschien auch in der ersten Zeit nach dem Eintritt der Stabilisierung unserer Währung unter dem damaligen Eindruck der zunächst nicht von der Hand zu weisenden Zweifelhaftigkeit ihres Bestandes durchaus begreiflich.

Die Frage, bis zu welcher Höhe unter den dargelegten besonderen Verhältnissen die Risikoprämie bemessen werden darf, liegt auf tatsächlichem Gebiet. Daß das BerG. sich bei Beantwortung dieser Frage in der Würdigung der Umstände des Falles eines Rechtsverstoßes schuldig gemacht haben wollte, ist nicht zu ersehen. Daß die Höhe der Zinsen, wie die Revision meint, unter allen Umständen im Vergleich zu der Höhe des baren Darlehens und zu der Dauer der Nutzung ein auffälliges Mißverhältnis der beiderseitigen Leistungen ergibt, kann nach den vorstehenden Ausführungen nicht anerkannt werden.

Fehlt es aber an diesem Erfordernis des Wuchers (§ 138 Abs. 2 BGB.), so fehlt es auch an dem rechtlich im wesentlichen gleichbedeutenden Tatbestandsmerkmal des übermäßigen Gewinns in § 4 der PreistreibereiVO. vom 13. Juli 1923 (RGBl. I S. 700).

Hiernach war die Revision als unbegründet zurückzuweisen.